全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易界领衔人物联袂打造白金宝典

——机构审定股票交易员权威课程——

高山 何江涛 魏强斌 杨基泓 陈杰／著

股票短线交易的24堂精品课：驾驭市场的根本结构

24 Boutique Lessons of Stock Intraday Trading: Maneuvering the Ultimate Market Structure

上册

宁波解放路**新一代**私募策略

揭露纯技术分析的**最大谎言**

众多高手**联袂剖析股市**终极逻辑

全面治理股票交易界的**乱象**

私人基金内部专题讲座



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票短线交易的24堂精品课：驾驭市场的根本结构

24 Boutique Lessons of Stock Intraday Trading: Maneuvering the Ultimate Market Structure

金融市场的根本秘诀只有五个字：利用对手盘！

如果你还在按照绝大多数人遵循的理念和策略，如果你还在呕心沥血地寻找最有效的价格形态和最完美的技术指标，那么你注定跟绝大多数人一样，永远是股票市场上的输家！

绝大多数股票交易者之所以惨败而归，**最为根本的原因在于他们认为公理不证自明**。要想提高自己的交易绩效，必须坚持问为什么。无论是针对交易策略，还是针对市场本身，或者针对交易者自己。**在股票市场中有太多这样的"狗屁"公理需要我们去破除**，比如，"市场行为包容、消化一切，价格沿趋势方向运动，价格走势会不断重演"。**市场上广泛流传的说法往往是误导参与大众的，其作用在于让零和博弈能够持续下去**。

如果本书让你感到不适应和痛苦，这往往表明你固有的信念和观点被攻击了，这时候你有两种选择：**要么继续作茧自缚，心甘情愿当输家；要么毅然勇敢前行，成为这个残酷格斗场的真正王者！**

人们往往选择大多数人走的路，在股票市场上这就是所谓的技术原教旨主义者，他们至死都认为高手就是那些"市场甲骨文专家"；而我们选择了少数人走的路，却发现持续成功的人们最终都在这条小路上相遇，并且会心一笑！

选择本书需要勇气和眼光，而绝大多数人都不具备这样的勇气和眼光，所以我们从来不惧怕市场真理会被绝大多数人掌握——因为这是不可能实现的美好梦想而已！市场的残酷性在于**少数的赢家在利用绝大多数人的不理性赚钱！无论是价格投机还是价值投资，少数的赢家其实都利用了对手盘的本能和冲动！**

交易是博弈，博弈的核心在于："知己知彼，知天知地，出其不意，避实击虚！""知己"就是了解自己的交易心理和能力等，"知彼"就是明白对手盘。"知天知地"无非就是明白大势所在，而要盈利就必须在对手盘的预期之外采取行动，比如在大众绝望时介入，在大众癫狂时退出，等等。

你迫切需要提高自己在股票交易中的绩效，而这正是不少机构交易员采用本书作为指南的原因！

但是，在交易之前，你研究得越全面、越透彻，提问越多、思考越深，获利的机会就越大，**任何好的分析框架都只是基础！**

建议上架类别：股票交易

ISBN 978-7-5096-2324-4



经济管理出版社网址：www.E-mp.com.cn

定价:128.00元（上、下册）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易界领衔人物联袂打造白金

——机构审定股票交易员权威课程

高山 何江涛 魏强斌 杨基泓 陈杰／著

股票短线交易的24堂精品课：驾驭市场的根本结构

24 Boutique Lessons of Stock Intraday Trading: Maneuvering the Ultimate Market Structure

上册


经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股票短线交易的24堂精品课：驾驭市场的根本结构/高山等著. —北京：经济管理出版社，2013.2
ISBN 978-7-5096-2324-4

Ⅰ.①股… Ⅱ.①高… Ⅲ.①股票交易—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第030275号

组稿编辑：勇　生
责任编辑：孙　宇
责任印制：杨国强
责任校对：超　凡　熊兰华

出版发行：经济管理出版社
（北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦A座11层　100038）
网　　址：www. E-mp. com. cn
电　　话：(010) 51915602
印　　刷：三河市延风印装厂
经　　销：新华书店
开　　本：787mm×1092mm/16
印　　张：45
字　　数：826千字
版　　次：2013年4月第1版　2013年4月第1次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5096-2324-4
定　　价：128.00元（上、下册）

·版权所有　翻印必究·
凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。
联系地址：北京阜外月坛北小街2号
电话：(010) 68022974　　邮编：100836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我来到中原就是要找一位不受人惑的人！——达摩

奥地利经济学派认为，用人的动机描述图画要比用事件描述更加完整而彻底。在股票交易中未尝不是如此，如果我们能够学着站在对手的角度去揣摩他们的动机和能力，将会无往不利。选择一条参与大众期待最少的路线，当一次尝试失败之后，不要沿着同一路线或者采取同一形式再发动进攻，这就是“试探—加仓”与兵法暗合之处。**本书是圈内顶尖高手们历时3年的心血之作，**他们要告诉大家的**真相是：交易其实就是揣摩对手盘的意图，并且进行试探，成功后加码的过程。**本书将围绕这一精髓展开，让你领略迥异于大众观念的股票交易盈利策略——真正的赢家之道！

当然，赢只是一种社会性收益，学会享受交易带来的快乐吧！只有从交易过程中找到金钱之外的快乐，你才能不断地创造属于自己的传奇！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

上 册

课前课 让这些观念的种子植根于你的内心深处 …… 001

第一阶段 大势和大盘

第一课 跨市场分析：实体经济的圆运动和金融市场的联动序列 …… 007

● 经济运行的不同阶段会引发各大类资产相对收益的变化，所以经济周期与跨市场分析是紧密相连的。在不同的经济周期阶段，股市与其他资产市场的相对收益呈现出规律性的变化。通过所处的经济周期阶段和其他资产市场走势的变化，我们可以间接地推断出股市整体的运行态势和所处阶段，这就给我们一个非常大的优势。

● 一般而言，股市会提前半年左右的时间反映基本面的情况，股市的拐点要比经济基本面拐点提前半年左右的时间出现。也就是说，股市的低点先于经济增长的低点出现，而股市的高点先于经济增长的高点出现。

第二课 流动性分析：人民币的近端供给和美元的远端供给 …… 063

● 流动性决定了A股市场的估值中枢。流动性充裕，风险偏好就强，利率也低，相应的E/P就低，反过来P/E（市盈率）就高；流动性缺乏，风险偏好就弱，利率也高，相应的E/P就高，反过来P/E就低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 货币供应量的增加会导致对股票的需求增加，随着货币供应增加而对货币的需求大体不变，这样就会导致人们调整自己的资产负债表，进而将多余的货币投入到其他资产上，而股市就是这些资产中最为重要的一种。

第三课 哈尔兹法则：确认大盘指数趋势的傻瓜工具 ………………………………… 121

● 美国人塞拉斯·哈尔兹在 1883 年进入股票市场进行操作，到 1936 年，他用了 53 年的时间将最初的 10 万美元原始资本增值为 1440 万美元。

● 哈尔兹法则作为一种纯技术的工具具有一切技术工具的根本弱点：只能作为确认工具，无法作为预测工具。

第四课 成交量法则：天量和地量的提醒信号 ………………………………………… 131

● 笔者的观点是：有时是情绪而不是数字操纵着这个世界……市场行为研究不仅仅是经济学家的任务，也是人类学家的任务。

● 大盘成交量就是股市的温度计，它不仅可以较为真实地反映出指数的状态，还能真实地展示参与各方资金的动向和意图，大盘成交量“异常”的背后必然隐藏着最有操作价值的信息。

第五课 指数 N/2B 法则：趋势开始的确认信号 ……………………………………… 153

● 某些题材股或者重组股在发动之前，其实有很明显的 N 字顶部结构，这些不知道大家发觉没有，将基本面和心理面与 N 字结构结合起来研判，并不是今天才被发明的框架，其实杰西·利莫佛是精于此道的高手。

● 往往一波大行情你拿不住的原因有两个：一是你不了解趋势的具体展开方式是波浪前进的；二是你对能不能形成趋势心中没谱（归根结底，还是你对驱动面没有吃透啊）。

第六课 政策性因素对大盘的影响：股票供给（IPO）和交易规则（印花税）…… 173

● 中国股市是不是政策市？其实，任何国家的股市都不能摆脱政策市的定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政府当局也是股市博弈的参与者，既然我们参与股市交易这个棋局，那么就不能忽略政府这个对手盘的意图和行动。

- 任何交易者如果不能充分地理解政策对股市的影响，那么就很难驾驭大势，离开了大势，一切股票短线交易都是“无头苍蝇式”的操作。

第七课 国家队法则：社保和中金的动向 ······ 211

- 交易的本质是利用对手盘，而 A 股市场中最为重要的对手盘之一可能就是“国家队”。“国家队”在资金和信息上占据最大的优势，而我们作为短线交易参与者必须发挥柔道精神，顺应这些大型选手的力量，而不是与之对抗。
- “国家队”具有信息优势，因为他们善于解读政策，我们要明白的一点是中国股市的政治属性很强，经济属性也很强，股市从来都是为经济改革和发展服务的。

第八课 市净率法则和三顶底序列法则：百年熊市抄底的唯一可靠定量指标 ······ 233

- 关于底部有两个比较有效的法则：第一个是市净率法则；第二个是三底序列法则。市净率法则是美股百年来都有效的法则，对于具有 30 年历史的 A 股市场也存在一致的效果。三底序列法则属于 A 股市场自身一个独特的规律，三底序列法则也可以延伸为三顶序列法则。
- 政策底是“假底部”，市场底对于交易者而言才是真正的底部。政策发出见底信号时，市场的恐慌盘并没有完全宣泄出来，只有当市场大众看到政策也无济于事的时候才会将最后的抛盘脱手，最恐慌的情况出现，这时候才能真正见底。市场底的特征是股指恐慌性加速下跌，任何利好政策似乎都不起作用了。

第九课 指数动量背离法则：指数顶底背离提供参考信号 ······ 255

- 高度的背离往往是行情中转折点将要出现的信号，无论是成交量和价格的背离，还是基本面和技术面的背离，甚至市场间的背离。
- 比较小的时间框架上运用效果稍差，比较大的时间框架上运用效果较好，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这是一个技术分析中普遍存在的规律。因为在较大的时间框架上，驱动面、心理面和技术面趋向于一致，而在较小的时间框架上，三者则往往趋向于不一致。

第十课 市场心理法则和各种魔咒：反常者赢与一叶知秋 ……………………………… 279

- 牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在亢奋中死亡，最悲观的时刻恰好是最佳的买进时机，最乐观的时刻恰好是最佳的卖出时机。
- 在这个市场上最大的忌讳就是假定自己比对手占优势。要建立自己的优势而不是认为自己具有优势，在这个市场上的新参与者没有任何优势，你只有抱着这种态度才能真正建立起优势。聪明的人很多，有钱的人也不缺，这个市场上缺的是真正的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下 册

第二阶段 板块和机构

第十一课 经济周期中的板块轮动 …………………………………………………… 313

● A股市场的一个显著特征是板块轮动，这对于指数和个股走势都具有重大的现实意义。板块轮动中，每一轮上涨都有一个最强势的板块，这个板块中的个股很容易超越指数走势，因此个股的选择要立足于板块，指数的走势也要立足于板块，板块是枢纽。

● 心理分析是分析环节中的枢纽，板块是分析层面中的枢纽。心理分析可以帮助你不被经济学家和理论家所害，也可以帮助你避免技术分析的机械和迂腐。而板块则可以帮助你更好地判断指数的走势，同时更准确地选择要操作的个股。

第十二课 热门板块排行和行业关注度 …………………………………………… 323

● 你要比别人更深层次地理解在市场上出现的信息，进行深入的分析和判断，前瞻地预测接下来可能发生的事情，最后就是要有重仓的胆识了。我每年会重点盯着《政府工作报告》，看看哪些行业已饱和，哪些行业是国家鼓励的。

● 过去如此，将来也将如此，每一次重大运动背后必然存在一股不可阻挡的力量。而这股不可阻挡的力量往往与板块有关，因为市场的重大运动都是以板块的形式展开的，个股业绩拐点或者是重组题材只有放在热门板块中才会更加强势。

第十三课 主力资金动向和群运动 …………………………………………………… 335

● A股的客观现实就是流动性为王，中短期内趋势比估值更加有影响力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而决定股价的最直接因素是资金流的偏好，而资金流是由众多对手盘控制的。当总体流动性没有大的变化时，我们就要考虑流动性的分配问题。

- 市场主流资金的偏好才是股价的中枢所在，做中短线股票最为重要的就是了解主流资金的偏好和动向，而这离不开对题材和热点的分析。识别出围绕某一股市题材或热点形成的群，并且清楚这一群体所处的运动阶段，做到了这两步我们就能在洞悉行情方面有过人之处。

第十四课　板块宏观相关性套利 …………………………………………………… 367

- 板块的宏观相关性套利是一个很少被短线股票书籍提到的策略，但是在江浙一带的题材炒家和游资那里，这却经常成为一个短线快速获利的工具。而且不仅是短线交易者，很多中线交易者也会注意这种宏观上的相关性对板块走势的持续影响。
- 几乎 A 股的所有上市公司都受到大宗商品走势的影响，只是某些板块受到这种影响更加显著而已。除了大宗商品价格对部分板块形成影响之外，一些其他宏观变量，比如利率和汇率也对相应板块有相应的影响。

第十五课　暴利板块之重组股攻略 ………………………………………………… 423

- 狙击重组股的策略分为两个基本类型：第一类是潜在重组股狙击；第二类是实质重组股狙击。无论是狙击潜在重组股还是狙击实质重组股，都要遵循以下操作上的通行原则：第一个原则是采用格雷厄姆式的分散资金介入法；第二个原则是避免高位买入；第三个原则是有必要的耐心，这是狙击重组股的前提；第四个原则是重组狙击者应顺应重组过程中不同阶段的特征。
- 要找到这些可能的重组股，必须知道它们容易出现的板块、共同的特征，要进行换位思考、合理推测。我们要告诉大家的是，重组可以通过系统分析抓住，多看公告和相关报告、新闻，像侦探破案一样抓住重组股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十六课 暴利板块之涨停股攻略 …… 445

● 涨停板是市场异动的典型特征之一，而“异动”本身和背后都存在重大的获利机会。

● 无论是抓涨停技术还是追涨停技术都面临三个方面的研判，它们分别是驱动面涨停研判、资金面涨停研判和行为面涨停研判。

● 驱动面研判无论对于抓涨停技术还是追涨停技术都是非常重要的环节。与绝大多数散户想象的相反，游资在制造涨停板的时候往往更加注重基本面（驱动因素）而不是技术面（价格行为）。

第三阶段 个股和公司的竞争优势

第十七课 优势之相对强弱指数（双强模式） …… 497

● 技术分析的精髓不在于几何地推断市场，而在于解读市场的预期和资金的流向。技术指标是我们洞悉对手盘的工具，而不是进行所谓“市场物理学”研究的对象。市场就是“人性”，一切都要围绕这两个字展开，拿掉了“人性”，机械地比较，企图运用“复杂而纯粹的市场几何学”只是误人误己而已。

● 市场如果存在物理学和几何学一样的规律，那么绝大多数参与者都能获利，结果就是市场崩溃。在赌场中，如果绝大多数人都能获利，那么利润从哪里来呢？

● 我们要搞清楚主力的真实意图，就需要看价量盘偏离基准线的程度和频率，而基准线有两条：一是大盘；二是个股历史行情正态分布。

第十八课 优势之持续竞争优势（不对称局势） …… 507

● 不对称局势，是指挑战者利用强大对手所固有的弱点而采取的一系列战略行动，让后者无法做出有效的反应而形成的有利于挑战者、不利于强大对手的非竞争局势。

● 对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个产业将会增长多少，而是要确定所选择的一家企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。我在投资时考虑的最重要一点是我一定要理解该公司所在行业的经济动力机制。

第十九课　盘口分析核心：价量盘察异法 …… 519

- 盘口只是另外一扇让我们观察对手盘的窗口而已，并不是买卖信号自动发生装置。透过这扇窗口去观察对手盘的意图和实力，而不是止步于窗口本身。
- 价量盘的异常背后往往隐藏着最有价值的对手盘信息。“异象背后必有真相”，背离是一种异象，利多不涨是异象，利空不跌是异象，脉冲式放量是异象，地量是异象，涨停板是异象，跌停板是异象，异常的信息是最有价值的信息。非自然状态的交易背后往往都有主力的身影。

第二十课　第一起涨点和第二起涨点 …… 543

- 起涨点的分析必须建立在大盘分析的基础上，同时也应该建立在个股趋势分析的基础上。搞清楚个股每一阶段的逻辑主线，搞清楚个股波段运行的题材以及阶段趋势的主题是每个股票短线高手的首要任务。个股的第一个起涨点必然与逻辑主线上的转换有关，比如利空出尽，个股开始出现持续利好等。如果没有搞清楚这种逻辑主线，没有搞清楚驱动因素，没有搞清楚到底是谁在开始介入，我们就会被表象所迷惑。
- 市面上绝大多数关于起涨点的书籍都是误导性的，它们宣称存在各种各样长期有效的固定起涨形态和结构，这种主张非常有吸引力，而且书上的例子全是成功的，一旦实践却出尽洋相，“例外”不断出现。

第二十一课　市场赢家的策略大检阅：从趋势跟踪到日内波幅 …… 561

- 交易要想成功，对于初学者而言关键是找到“盈利模式”。市面上的各种技术指标不能称为盈利模式，除非你见到某个人真正用这套东西在赚钱，而不是他说这个指标如何有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 在市场中我们很难从整体来看待行情的发展，我们盯着账户的盈亏，心情随之起伏，是账户的盈利控制着我们接下来的反应，而非我们对行情的理性分析。仓位决定了心态，而心态决定了行为，这样的行为并非出自分析，而是由于外在的仓位盈亏变化导致的本能反应。

第二十二课 市场的根本结构：势、位、态 …………………………………… 577

- 技术分析属于易学难精的工具，而基本分析则属于难学易精的工具。一个成功的股票交易者必须兼备这两种工具，所谓“高超股票短线交易者从来只看股价走势、不听消息、不看基本面”的说法纯粹是骗人的。
- 怎样才能有效地运用技术手段？需要觉悟啊，只有你知道这个手段的局限性，你才能真正用好这个手段。巴菲特讲能力范围之内选股投资，他就是觉悟了个人理性的局限性。而我们要做好短线，就是要清清楚楚地知道基本分析、心理分析和技术分析三者的局限性。

第二十三课 小时图 N 字结构操作法 ………………………………………………… 597

- 什么是有效的股票短线交易方法呢？第一个要求是必须将 AIMS 框架置于你分析的核心地位，有了这个分析框架，你就能找出适当的时期和目标发动攻击；第二个要求是你有一个便于控制风险的框架。
- 随着你的资金增加，随着你对 AIMS 框架的透彻体悟，你将自然而然地发展出新的具体策略置于 AIMS 框架下进行实际操作，AIMS 可以看成“道”，而具体策略可以看成“术”。

第二十四课 股票短线交易的万法归宗：AIMS 和边缘介入法 ……………………… 621

- 目前的格局下，券商要最大化自己的利益就是通过频繁发布信息就可以达到。任何人都会对信息有反应，只不过程度强弱罢了，券商就利用这一点盈利，这就是当下券商的主要盈利模式，我们称为“频繁信息促使频繁交易盈利模式”。我们作为交易者应该对券商发出的消息和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发布的报告持批判的态度，不仅要看结论，更要揣摩其动机。

- 要想尽快在短线交易中上手盈利，就必须关注题材，通过持续关注题材和股价的互动就能够培养出识别持续性题材和相应行情的能力，而后辅以简单而有效的仓位管理技巧就能很快持续盈利。股票短线交易的秘诀是什么？搞清楚题材和股价怎样互动，分仓进出而已。

择业的模型——激励未来的以交易为生者 …… 653

- 如果用一句话概括我们这群交易者的人生哲学，那就是“试探—加码”，无论是格斗还是战争，无论是交易还是人生，无论是生意还是政治，你在学习和实践的道路上都需要遵循“试探—加码”的法则，否则你还没有迎来成功就已经倒下了。
- 我们只是社会财富的分配器，并不创造财富本身，最终还是应该取之于民，用之于民，我们不仅要战胜人性，更要超越人性本身，这才是登顶者的心量和智慧。

附录 上市公司重大资产重组管理办法（2011 年修订） …… 661

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

课前课 让这些观念的种子植根于你的内心深处

● 金融市场运行第一定律：驱动因素经过心理因素过滤导致行为因素变动，驱动因素和心理因素决定了市场的二元性质（单边还是震荡）。

● 金融市场运行第二定律：行为因素逐渐实现最近和最重要的驱动因素预期价值，直到该驱动因素的实际价值公布和确认。

● 金融市场运行第三定律：行为因素的极点对应着驱动因素实现价值的极点，特定行为体现了特定的驱动因素价值预期，价格等于价值预期，价值预期越大，实现的价值越大，则价格越大。

● 金融市场运行第四定律：驱动因素涉及博弈的支付矩阵，心理因素涉及博弈的参与主体，行为因素涉及博弈的动态均衡结果。

● 交易第一定律：通过结构性和非结构性因素的驱动分析和心理分析（博弈主体分析）假定市场是单边还是震荡，再经由大时间结构和市场间分析确认市场性质，最后借助良好风险报酬比的行为分析系统跟踪和管理交易。大处着眼预测，小处着手跟随。

● 趋势是技术交易的对象，趋势是持续的，同时也是稀缺的，趋势源于强劲的驱动因素和心理因素，只有把握这两者才能把握稀缺的趋势。加码是弥补稀缺性的一种次优方法和手段。

● 通过行为分析进行仓位管理，通过驱动分析进行趋势甄别，是缔造持续交易奇迹的关键！

● 市场中最本质和恒久的结构才能作为仓位管理的基础，这就是N字结构（分形）。

● 行为中最本质的结构是分形和N字。

● 驱动中最本质的因素是收益差别，准确而言是风险抵扣后的真实收益差别。

● 驱动和行为之间的不一致是由心理引起的。预期是最为重要的一种形式。

● 成功的技术交易者不敢将基本分析纳入自己的体系，所以他们只是被动等待市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场出现单边。

● 成功的基本交易者不屑于将技术分析纳入自己的体系，所以他们不敢进行高杠杆的操作，自然收益减少许多。毕竟基本分析不能够很好地管理价位波动的风险，而技术分析可以。但是技术分析不能主动找到特定市场和品种的单边，而基本分析可以。

● 基本分析的要点在于趋势甄别。

● 技术分析的要点在于仓位管理。

● 不能创造暴利，在于缺少了其中一者；不能盈利，是因为两者都缺。

● 市面上的技术分析之所以失效，根本的原因在于他们所研究的是不稳定和不持久的特征。

● 市场唯一恒久的特征就是 N 字。这是唯一一个持久的特征。市面上那些技术都基于一个短暂的市场特征，所以很容易失效。

● 技术分析本身的预见性已经大为下降，只能作为很好的仓位管理工具。

● 天才约等于训练 1 万小时。

● 在正确的交易哲学、理念、方法、技术指导下，你的交易训练有 1 万个小时吗？

● 每天训练的时间（小时）与成为天才所需天数和年数（现实的选择是 4 小时左右）见表 0–1。

表 0–1　每天训练的时间与成为天才所需天数和年数

每天训练的时间（小时）	成为天才所需天数（天）	成为天才所需年数（年）
24	416.67	1.16
12	833.33	2.31
6	1666.67	4.63
3	3333.33	9.26
2	5000.00	13.89
1	10000.00	27.78
0.5	20000.00	55.56

● “买传闻，卖事实”。

● 最本质的人性价值就是人的独立性。

● 与自己关系的认识和处理，决定了你的一切成就和幸福。

● 股市驱动分析图：经济周期—产业政策—公司业绩（每股收益）—利率—流动性—股票供给。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一阶段
大势和大盘

知道什么最重要是人生中的一项珍贵本领。

——文森·凯特拉诺

股票交易成功的最好方法就是要学会解释关键大盘指数的每日价量变化。逆势而为往往得不偿失，对市场大盘的判断失误会让我们付出沉重的代价。

——威廉·欧奈尔

在看不清楚方向的时候，与其相信技术分析，还不如相信哲学和历史，因为它们能够告诉我们股市最终会到哪里去。

——邱金辉

从今天开始大家就正式进入到了股票交易的培训课程当中，在这里有必要介绍一下整个课程的框架所在，这个框架其实就是大家以后交易和坐庄的关键所在。无论你是跟庄的人还是坐庄的人，其实都离不开本书这个框架。这个框架简写为 AIMS，其中的 A 讲的是个股优势（Advantage），包括基本面优势和技术面优势两个部分，这是我们在第三阶段课程中的主题。其中的 I 讲的是主力（Institution）和行业板块（Industry），这是我们着重在第二阶段中介绍的主题。其中的 M 讲的是大势和大盘（Mighty Trend 和 Market），这是第一阶段课程的主题。其中的 S 讲的是题材（Story）和安全空间（Safety Margin），我们这本教程主要介绍题材方面的问题，因为相对于安全空间而言，题材对于短线交易的意义更加重大。关于题材的基础内容和相关分析策略我们散见于三个阶段的课程中，其中以第三课和第十二课为主。从今天起，我们就以这个 AIMS 框架为核心来进行分析，分析比较耗费精力，但是最终决定成败的还是仓位管理方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题，这就是实际操作的一些建议了，这些内容主要在第二十三课和第二十四课中。由于大家对纯技术分析都有比较广泛的了解和运用，同时为了帮助大家从一个普遍的陷阱中走出来，本课程我们不会全面而深入地介绍技术分析方面的内容，这方面的内容可以参考《股票交易进阶：征战 A 股市场的高效技术》和《股票交易圣经：顶级私募的三观契合策略》两本书。

第一阶段的课程主要围绕 M 展开，也就是围绕大势和大盘展开。如果你要运作一只股票，你肯定选择在大盘暴跌或者回调的时候吸筹，因为这时候大盘的氛围让你可以轻松地获得足够的低价筹码，大盘的下跌可以提供一种“杠杆”，主力就要借用这一“杠杆”来完成建仓。为什么要用“杠杆”，因为“杠杆”可以让我们以最小的努力获得最大的效果。很多人讲“市场沿着阻力最小的路径前行”，何谓阻力最小？这个问题没有几个人能讲清楚。我们这里不谈“市场沿着阻力最小路径前行”这个话题，我们只是想提醒一下大家——**一个主力要运作好个股也需要沿着阻力最小路径去操作。**如果大盘牛气冲天，持仓的散户惜售，持币的散户抢筹，你一个持币的主力要想建仓只能追高去买，而且还不能拿到多少筹码，这就是冲着阻力最大的路径去操作。如果大盘熊的不得了，散户还处于恐慌阶段，你又怎么可能以最小的代价将筹码派出去？因为持币的散户冷眼旁观，而持股的散户急于出手。运作个股失败的主力都是不懂得“借力之道”的莽撞汉，以为只要“兵强马壮”就能搞定对手盘，搞定散户，其实这就犯了“兵家大忌”。反过来，我们说说散户交易者应该怎么样看待大盘。散户喜欢猜大盘，而不是耗精力去分析大盘。大盘对于操作非常重要，大盘好比一个保镖，大盘上涨，就好比保镖在身边，无论你选择什么个股，除非极差的分析能力和运气，一般都能获利。相反，如果大盘下跌，这就是保镖不在身边的情况，那么除非你本身功夫了得，否则你这个手上拿着现金的主去逛小巷子被抢的概率就非常大了。个股的业绩和题材如果不是特别出众，那么在大盘持续下跌的过程中很难幸免。个股的上涨有两种情况：第一种情况是本身没什么特别之处，随大盘上涨而已，这种股票你如果还不去分析大盘的话，那么就很可能“被抢了还不知道怎么回事”；第二种情况则是个股有自己的优势，这个优势可能是题材，也可能是业绩，还可能是“莽庄”运作的缘故，这时候大盘分析还是有必要性，因为在牛市中去做优势股收益率更高，风险更小，而在熊市中去做优势股收益率就会低一些，风险也要更大一些。

古人有一句“不谋万世者不足以谋一时，不谋全局者不足以谋一域”的话，放在股票短线交易中也恰如其分，非常中肯。做短线亏钱的人不少，但是基本上都有一个特点，就是死盯着个股的股价和技术指标走势，对于大盘不闻不问，喜欢猜大盘。做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票"只见树木，不见森林"的人很多，所以输家就很多。**做短线交易有个大忌，叫做"看短做短"，有个秘诀，叫做"看长做短"。**什么是长？个股的题材能够持续多久、大盘趋势如何等，这些都是"长"的含义。短线是短线，但不是"鼠目寸光"，**短线不等于短视。**股市中克服短视就要看大盘，**大盘搞清楚了才谈得上板块和个股，才谈得上短线。**作为个人独立交易者，大家也要像主力一样会借力，最给力的就是大盘，其次是主力和题材。主力能借的力有三个：大盘、题材和业绩优势以及散户。无论如何，借力其实都落实于如何利用对手盘的问题。主力要利用散户这个对手盘，散户要利用主力这个对手盘，无论你是散户还是主力在短线交易中都是一个博弈的过程，"借力打力，连打带消"才是关键。

本阶段的课程主要介绍如何分析大盘趋势和拐点，共分为十课，以非技术分析为主，这点希望大家明白。大盘的运动不是由大盘以前的运动决定的，影子的未来运动轨迹肯定不是由影子以前的运动轨迹决定的，而是由投射出这个影子的物体和入射光源决定的。大盘见底并不是因为出现了双底，而是因为基本面和资金面出现了拐点，双底是结果而不是原因，搞清楚这个才能叫分析师。如果你能用趋势线框住指数未来走势的话，那你已经不是地球人了，除了叫你神仙还能说啥。纯技术分析就是苦海，回头是岸。**技术分析只是温度计，**温度计怎么能够预测未来的准确温度呢？温度计怎么能够反过来决定温度呢？技术分析只是告诉你发生了什么，同时帮助你选择管理仓位的恰当价位区域。技术分析在大盘分析中有没有用？当然有用，但是它的用处绝对没有大家认为的那样大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跨市场分析：实体经济的圆运动和金融市场的联动序列

要想游得快，借助潮汐的力量要比用手划水效果更好。

——沃伦·巴菲特

在过去近 200 年的历史中，股市的平均增长速度一直在 7%左右，与同一时期 GDP 年增长率基本一致，说明股市不光与经济具有相关性，而且是高度相关。

——杰瑞米·西格尔

A 股市场历来重政策，市场表现与政策周期变化的相关度要高于经济周期，而政策往往采取反周期的方式，因此出现一些实体经济走好而股市变弱的现象。

——李迅雷

只要通胀率还在 1%~3%的区间，就是股市的好时光。

——邓肯·W.理查德森

眼光局限于一处绝不能做好股票交易，不要把眼光局限于技术分析，不要把眼光局限于股票市场，要注意研究债券和商品市场，同时总体经济走势也是一个不能忽视的大背景。中国香港股神曹仁超曾经说过："我老曹 1967 年开始步入社会做事，发现经济周期十分有规律。例如 1968~1973 年的 7 年繁荣期之后是 2 年衰退期，1975~1981 年又是 7 年的繁荣期，之后又接着 2 年的衰退期，1983~1989 年以及 1991~1997 年还是 7 年繁荣期，之后接着 2 年的衰退期……**而股市一般会先于经济增长出现顶部和底部。**"所以，即使你是做股票短线也不能忽视经济周期的重大影响，毕竟股神都如此重视经济周期。

绝大多数的股民都局限于技术指标的分析，即使技术指标还有效也会因为使用者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

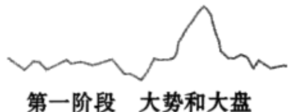


众多致使其效率大幅降低。为什么会产生这样的现象呢？其实，人类社会的各个领域和环节都存在竞争，这就是所谓的“**达尔文机制**”，从根本上来讲就是“基因最大化表达”引发的个体竞争。这种竞争使得**任何超额收益的机会都会被最终稀释**，即使你拥有特权或者任何壁垒也不能让你最终幸免，只是让你延缓而已。金融市场也存在这种竞争机制，因为金融市场的资源是有限的，即使是价值投资者也无法否认这一点，这使得**一位参与者的收益必然是另外一位参与者的损失**。短线交易是一个零和游戏，这是大家都能够直接看出来的实质。那么，价值投资或者说“增值交易”是否就是非零和游戏呢？其实，当你卖出一家还有升值潜力或者说被低估的公司的股票时，你就失去了一份“潜在的利益”，而你的“对手盘”其实就获得了这份“潜在的利益”。

投资（或者说交易）最核心的是什么？博弈的思想！搞清楚你的对手盘，这是最核心的，巴菲特也是利用对手盘的恐慌和非理性。无论你是坐庄还是价值投资；无论你是追涨停还是炒单；无论你是趋势跟踪还是波段操作，**博弈的思想都是最关键的，第二关键的就是风险控制。而风险控制也是从博弈的不确定性和复杂性衍生出来的要求。**所谓“知天知地，胜乃不穷，知己知彼，百战不殆”，其中的“天地”无非是背景、市场、基本面、心理、政策；而所谓的“彼”就是你的对手盘。整个交易市场就是赚对手盘的钱，价值投资也是一样的，巴菲特赚的也是对手盘的钱，因为对手盘非理性卖出就是将“未来收益的贴现”拱手让给了巴菲特。“投机是赚对手盘”这个大家了解，“价值投资赚对手盘”这个大家就不了解，但是，如果从“机会成本”的角度来理解就容易了。本来你继续持有某家公司股票就能得到的收益因为你的卖出而拱手让给他人。所以，**交易无论是投机还是投资都是零和博弈，你所得到的就是他人所损失的。反正都是赚对手不理性的钱，也可以说赚对手有限理性的钱。**

既然交易是博弈，那么就意味着我们必须胜过市场上的其他参与者，**如果你使用和绝大多数人一模一样的策略怎么可能战胜他们呢？**想想看，股票市场上绝大多数参与者采用什么方式来决策和控制风险？他们的一个最重要特征就是通过纯技术图形来断定买点。其实，如果市场上没有这么多“一致行动”的炒家，纯技术分析效率还是很高的，那些最早采用移动平均线的炒家就非常幸运。当绝大部分人采用某项策略时，这项策略就会失效；当绝大部分人采用某项指标时，这项指标就会失效；当绝大部分人关注某一交易环节时，这一环节带来的利润率就会下降。交易的主要环节其实有四个：首先是“基本面分析”（我们更准确地称为“驱动分析”）；其次是“心理分析”，这就是所谓的“对手盘分析”的最重要环节；再次是“技术面分析”（我们更准确地称为“行为分析”，因为这是市场参与者集体行为的体现）；最后是参与环节，也就是说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们对自己仓位的管理（见图 1-1）。

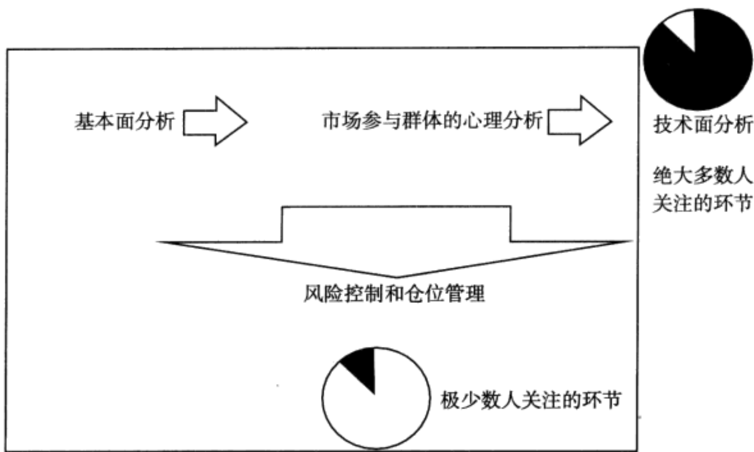


图 1-1 交易四个环节的关注度差异

在这四个环节中，绝大多数交易者都专注于技术面分析，这种做法的效率越来越低，因为长期以来有效的指标和形态基本都被全面而深入地挖掘和传播，这一环节已经不能为交易者带来超越市场平均利润水平的绩效（其实，**股票交易的平均利润水平是负值。**因为无论价格是否变动，交易者都需要缴纳佣金和印花税）。而另外三个环节则存在极少的关注者，这里需要特别澄清的是"基本面分析"，因为本课要介绍的"跨市场分析"就属于其中的一种高效工具。基本面分析绝不是像一般股评和坊间传闻一样的"看图找理由"，也不是用当下的新闻来看待未来的股市，基本面分析是历史和前瞻的结合，这个历史并不仅是当下的事件，而是一系列进程。

现在大家所谓的"基本面分析"就是简单地听消息和分析当下的事件，毫无科学性可言，更没有前瞻性。谈到这里就不得不提一下如何鉴别股评（包括研究报告、分析文章等）的优劣了，下面六种基本面分析被我们认定为最不应该听从的"垃圾类意见"：

第一类，**堆砌多空证据，毫无内在逻辑；**

第二类，**只有结论，没有理由；**

第三类，**没有考虑价格对市场预期的吸收程度，倾向于"惯性思维"；**

第四类，**纯技术分析文章，想用机械的东西去框住混沌的市场行为；**

第五类，**大而空的长远话题，结论没有具体的时间框架；**

第六类，**根据目前走势找几个理由来解释，穿凿附会，对未来没有逻辑推理。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上述六类股评（其中第四类为技术分析）、研究报告和短文占了我们平时接触的所谓基本面分析的80%以上，这些东西看多了就会明白，墙头草两边倒，往往是跟在行情后面分析，而不是站在行情前面分析，也正是这超过80%的拙劣基本面分析使得广大散户认为基本面分析纯粹无用。其实，**真正在这个市场上赚钱的人都很重视基本面分析，而且赚的钱越多，越重视基本面分析。**股票市场的牛人巴菲特就不用提了，国内期货界从几万元做到20亿元的林广袤靠的就是基本面，另外一个从5万元两年做到1亿元的傅海棠也是靠基本面分析，要知道期货一直被认为是技术分析的天下。

林广袤曾经不无深意地说道："在所有的投资中最终决定胜败的是基本面分析，招式只是可以被利用的手段……格局要大，基础要牢……很久不做技术分析了，忘了有多久，因为我擅长的是基本面，对我来说基本面分析足矣。**市场中的高手是要去发现参与者犯了什么错误，如果参与者都没犯错误，那么你就没有参与市场的必要。**"而傅海棠是这样评价技术分析的："期货做的是未来的价格，技术分析是事后诸葛亮。世界上成功的投资派都不是技术家，包括索罗斯、巴菲特都是基本面分析。**收集信息需要自己亲自调查，通过调查然后再结合心理分析。**"他同时指出基本面分析并不是机械死板的："时时刻刻关注这些品种，一旦某一个品种来了机会，提前察觉，不然可能这个品种的行情走过去才发现自己忘了。如果市场的条件突然改变，观点也要及时改变，一切以市场为准，要客观，不能主观。我不能算超长线，也不能算短线。长线中间也有倒仓、平仓、开仓。长线短做，以防万一。"

国外大的投行哪个不重视基本面分析，技术面分析在他们那里基本没有什么市场，反倒成了机构利用股评人士忽悠大众的工具。但是，这六类股评其实反映了市场绝大多数后知后觉者的观点和情绪，往往可以作为我们观察"羊群情绪"的窗口，这个大家可以结合本书的第十课和第十三课的内容进行理解和掌握。

那么，是不是技术分析完全无用呢？这也走向了另外一种极端，因为就连巴菲特和索罗斯这样的基本面分析名家，也会兼顾"价格"这一因素，因为不查看价格，就无法知道"安全空间"和"泡沫程度"有多大。这里需要补充的一点是，索罗斯在成立自己的基金以前从事过很长时间的股票投资，其最为杰出的投资是发掘了被美国同行忽略了的欧洲银行股，因为当时欧洲证券分析水平较低，而美国证券界分析虽然水平高，但却忽略了"繁荣美国"之外的西欧，这就使得欧洲银行股被严重低估。**大众的盲点**给了索罗斯一次暴利的机会。现代价值投资名家注重的市盈率，或者PEG、PB以及市销率等都离不开"股价"这一要素。索罗斯自己也承认道："经常会看看价格走势图上的前期高点和低点。"所以，即使是价值投资派也需要关注价格，而价格分析本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来就是技术面的东西。因此，**真正成功的交易者除了要关注别人不关注的环节之外，也要关注别人关注的环节。**

从上面这段话我们明白了别人不关注的环节其实只有三个，它们分别是驱动分析、心理分析和仓位管理。在第一阶段的课程当中我们主要围绕如何分析股指和大盘展开，其中最为重要的方法其实是非技术分析的，严格来讲是“非纯技术分析”的。本课将从“跨市场分析”和“经济周期”两个角度入手来介绍大盘的分析策略。经济运行的不同阶段会引发各大类资产相对收益的变化，所以经济周期与跨市场分析是紧密相连的。在不同的经济周期阶段，股市与其他资产市场的相对收益呈现出规律性的变化。**通过所处的经济周期阶段和其他资产市场走势的变化，我们可以间接地推断出股市整体的运行态势和所处阶段，**这就给我们一个非常大的优势。

金融市场的周期受制于实体经济的周期，所谓的股市与经济的背离其实只是我们局限了实体经济的范畴和定义。任何政府对金融市场的干预其实都是为了解决实体经济的问题，同时所有的金融市场潜在参与者也是实体经济的潜在参与者，这就使得**实体经济的收益率变化不可避免地引发资金在金融市场的进出。**在中国 A 股市场上我们往往偏重对游资的“臆测”，对于个股而言，我们是需要研判游资的走向，但是也需要严谨地做分析。不过却不能因此忽略大盘的分量，这是系统性的风险。**在股票交易中，整体思维是非常重要的，把握大势是整体思维的具体表现。**忽略大盘指数是大多数散户一贯的做法，他们对大盘走势最多限于臆测下明天的涨跌，至于大盘的趋势则往往采取“昏昏然”的态度。

成功的短线客非常注重大势的因素，那些“逆势起风”的游资其实也不敢忽略大盘的走势。对股指的分析往往都局限于对次日指数涨跌的预测，这是绝大多数股评节目的习惯做法，但却不是明智的做法。**股市的大势并不是逐日来判断的，真正的大势一旦形成就需要很长的时间来完成，而这个大势的形成往往离不开经济周期的影响。**随着 A 股上市公司数目增加，对中国经济的代表性越来越强，因此 A 股走势将越来越受制于经济周期的影响。随着 A 股市场参与群体越来越广泛，同时随着金融市场自由化程度越来越高，**A 股走势与其他资产走势的相关性将越来越高。**不光是国内的债券市场、期货市场与 A 股走势相关性提高，就连美元指数、欧美股市与 A 股走势的相关性也越来越高，特别是 A 股的开盘价在次贷危机之后与欧美股市走势相关性大幅提高。

实体经济与虚拟经济的关系越来越紧密，所以我们可以通过实体经济的走势来推断股市为主的虚拟经济的走势，在本教程中我们重点介绍“美林时钟”这一工具，这一工具建立在 NBER（国民经济研究所）对经济周期的实证分析的基础上，更为重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是将经济周期与金融市场联系了起来，其中也牵涉了跨市场分析的问题。我们的经验表明**不管你属于什么类型的交易者，学会评估宏观事件对股票市场的系统性影响有助于做出恰当的交易决策。**

同时，金融市场之间的关系也越来越紧密了，所以我们可以通过期货市场、债券市场、外汇市场、黄金市场的走势来推断股票市场的走势。而这其中主要利用的工具有"马丁·普林格循环周期"、"丹歌马洛循环周期"以及"马丁·茨威格循环周期"。这三个工具主要针对金融市场之间的关系来推断股票市场的阶段性，具体而言是通过对债券市场、股票市场和商品市场的跨市场分析来预测股票市场的走势。至于外汇市场与股票市场的关系，我们会着重放在第二课来讲解，那涉及"美元大周期"的问题，主要与货币的引致供给有关。

这里需要强调的一点是，本课主要以股市的中期大势为主，而这个大势对于股市投机客是必须了解的，无论你是日内炒家还是波段炒家都应该关注股市的中期大势。所谓的"顺势而为"其实就是告诫交易者"顾大局，识大体"。有一句古语说得非常好："不谋万世者不足以谋一时，不谋全局者不足以谋一域"，**真正的短线赢家不可能不站在全局和整体的角度来看待市场。**即使是定量高频交易者也需要**足够长时间内**的统计规律来支撑自己的交易思路，所以本课传授的技术和工具对于所有股票交易者而言都是非常有用的。

下面我们就逐步介绍四个最为重要的工具：美林时钟、马丁·普林格循环周期、丹歌马洛循环周期、马丁·茨威格循环周期。

首先来看美林时钟这个利器，这个工具将宏观经济学与金融学联结了起来，属于从宏观角度来评估资产价格的方法。对于绝大多数经济学者而言，这个工具是他们踏入金融市场的桥梁，如果没有这一工具，宏观经济学家在判断股指走势的时候将无从下手。**美林时钟由两大部分组成**（见图 1-2）：**第一个组成部分是经济周期的划分，**这是基于美国 NBER 这个研究机构的实证分析，通过经济增长和物价水平这两个维度将经济周期划分为四个阶段，分别是复苏、繁荣、滞胀期和衰退。**第二个组成部分则涉及股票、大宗商品、债券、现金四大类资产的收益率变化，而这种变化其实是基于经济周期的。**美林时钟将这两个组成部分联结了起来，这一点非常了不起，这使得宏观经济学家能够对主要金融市场的趋势有深刻的洞察能力。宏观经济学家因此能够真正利用自己的学术专长赚取利润，而对于本书的读者而言则能够利用这一简单的模型帮助我们清楚地意识到股市处于什么阶段。当你明白自己的位置时，你就可以在股市中战无不胜。当然，要真正做到战无不胜，你还需要结合本书后面 23 课的知识和技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

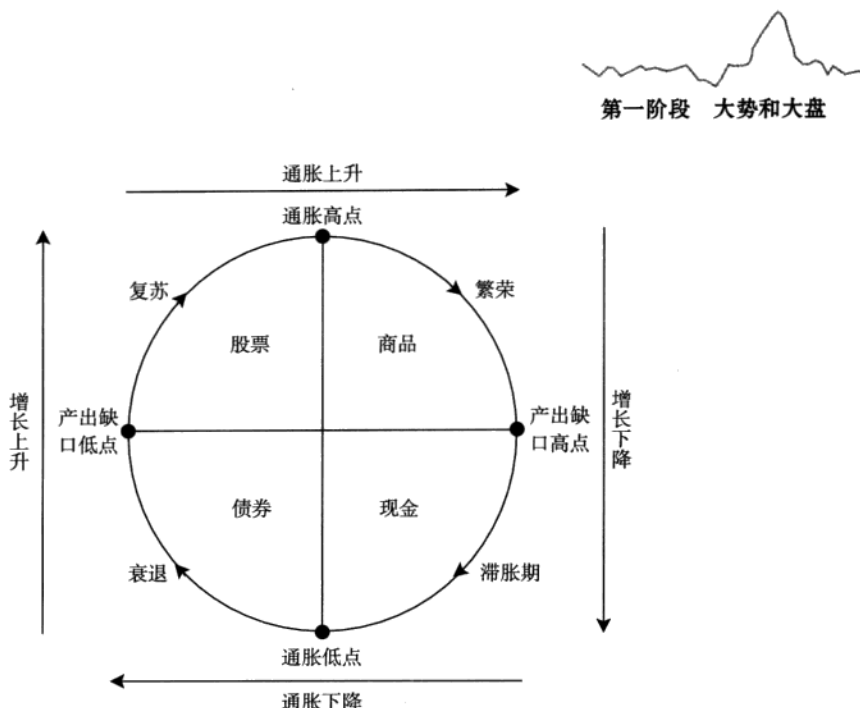


图 1-2 原版美林时钟

美林时钟是由美林证券在 2004 年以报告的形式发布的一个模型，这个模型基于美国经济周期和美国证券市场的走势。不过由于其广泛的适用性，这一模型对预测 A 股市场大势也有较强的指导意义。这个模型基于经济波动的周期性，而这个周期性主要从经济增长率和通胀率两个角度来衡量。美林时钟框架将帮助交易者通过识别经济的转折点来选择股市中期的介入点和退出点（对于短线交易者而言主要用来识别大盘趋势）。经济周期按照通常的做法被划分为四个阶段，它们分别是衰退、复苏、繁荣、滞胀期。每一个阶段都是通过实际经济增长率相对于潜在经济增长率的方向，即“产出缺口”与通货膨胀的方向来定义（见图 1-3）。

经济增长率在复苏和繁荣阶段是增加的，这时候产出缺口逐步缩小以至于超过潜在增长水平，而在滞胀期和衰退阶段产出缺口却逐步扩大，我们来看美国产出缺口的历史数据（见图 1-4），复苏和繁荣阶段处于阴影区，而滞胀期和衰退阶段则处于光亮区。经济增长其实以经济增长率的最高点和最低点将周期分为两个大的阶段，这其实是二分法，在这个基础上借助于通胀率水平进一步二分，则得到了四个周期阶段。通胀率数据通常用 CPI 来划分，当然你也可以使用 PPI 甚至 RPI 和 CGPI 来确定，我们来看美国以 CPI 同比增长率表示的通胀率水平历史数据（见图 1-5）。通胀率会在繁荣和滞胀时期不断上升，而在衰退和复苏时期不断下降，在图 1-5 中繁荣和滞胀时期处于阴影区中，而衰退和复苏时期则处于光亮区中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



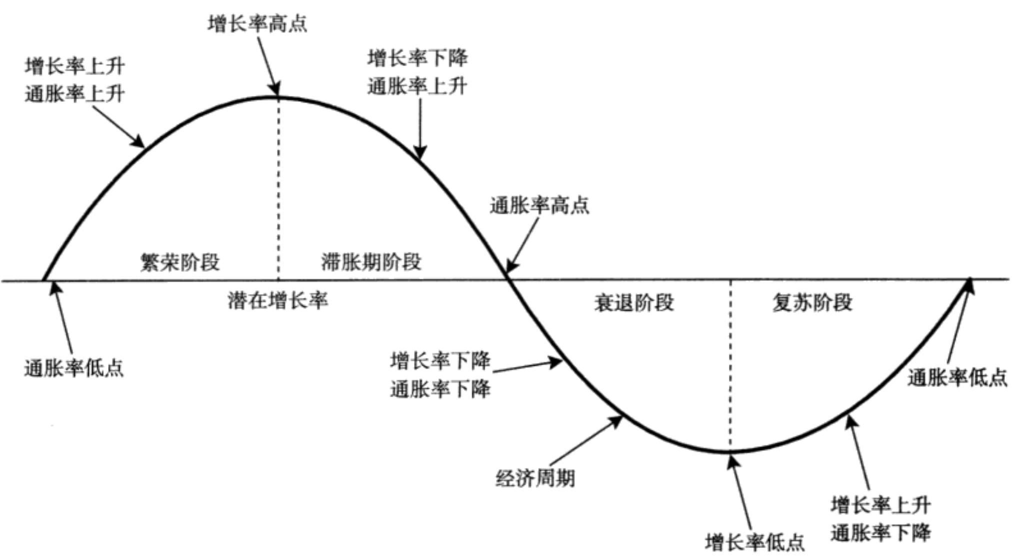


图 1-3　经济周期四阶段的确定

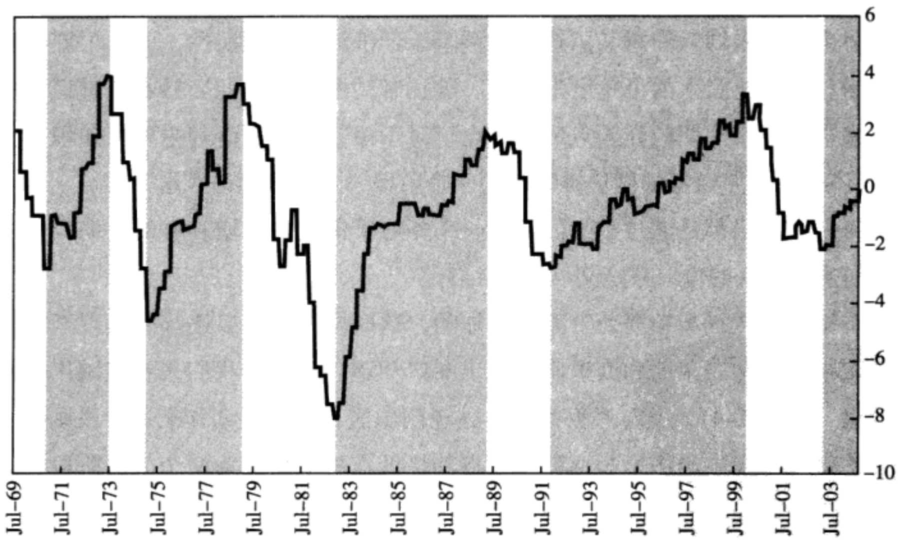


图 1-4　美国产出缺口（增长率度量指标之一）走势

资料来源：OECD。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

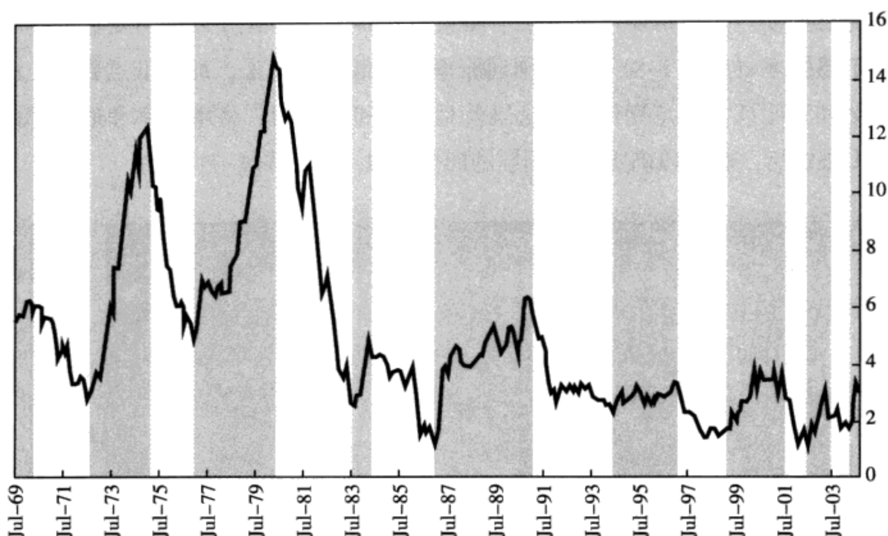


图 1-5 美国 CPI（通胀率度量指标之一）走势

资料来源：U.S. Bureau of Labor Statistics。

通过经济增长率和通胀率两个指标，我们可以将经济周期分为四个阶段：通胀率下降而增长率上升就是复苏阶段；通胀率与增长率一同上升就是繁荣阶段；通胀率上升而增长率下降就是滞胀期阶段；通胀率与增长率同时下降就是衰退阶段。根据这个标准，我们接着看美国经济增长率和通胀率历史走势叠加下的经济周期阶段划分（见图 1-6），较黑的那条线代表增长率（坐标在右边），较浅的那条线代表通胀率（坐标在左边）。

经济周期中每个阶段的正确划分和预判是成功利用经济周期来判断股票大势的前提和基础，所以大家应该耐心搞清楚其中的要点，那就是找出增长率的高低点和通胀率的高低点。介入中国 A 股市场，主要是考虑中国经济的增长率和通胀率，当然这里面有时候也需要变通。由于中国是外向型经济，因此我们也会兼顾考察一下欧美经济，特别是美国经济的周期阶段确认。当然，实际操作中精力始终是有限的，因此对于初学者而言掌握好中国经济周期阶段的划分是最基本的要求。

我们来看一下具体如何划分中国经济周期阶段，一般先从经济增长率（利用产出缺口，也就是实际产出与潜在产出的差值）入手进行划分（见图 1-7），从增长率高点下来首先肯定是滞胀期，当产出缺口在负值区域继续下行的时候一般认为处于衰退阶段了；从增长率低点往上走首先肯定是复苏期，当产出缺口在正值区域继续上行的时候一般认为处于繁荣阶段。其实，增长率高点两侧为繁荣与滞胀期，增长率低点两侧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为复苏与衰退期。无论是要区分繁荣与滞胀期两者，还是区分衰退与复苏期两者都需要借助于通胀率（见图 1-8）。将中国通胀率的高低点标出来，那么低点到高点的这段就是繁荣和滞胀期，高点到低点的这段就是衰退和复苏期。将增长率和通胀率的高低点都找出来之后，就可以确定经济周期的四个阶段了（见图 1-9）。

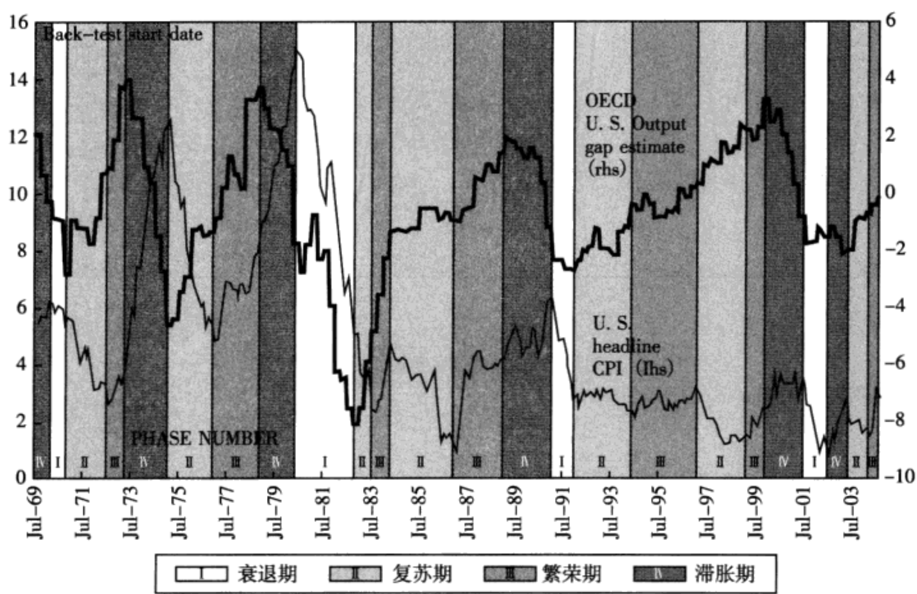


图 1-6 美国经济周期的阶段划分

资料来源：ML Global Asset Allocation。

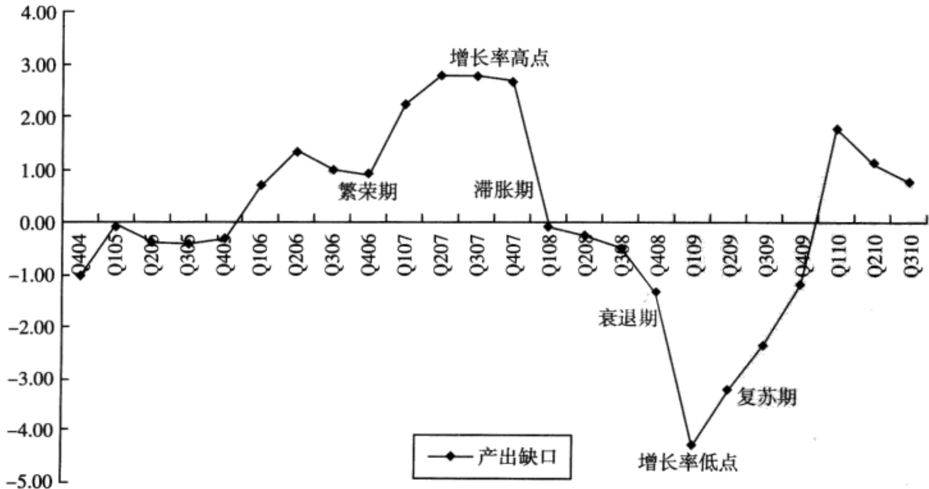


图 1-7 产出缺口与经济周期的粗略划分（中国内地 2004 年第四季度到 2010 年第三季度）

资料来源：国信证券经济研究所，Dina Fund。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

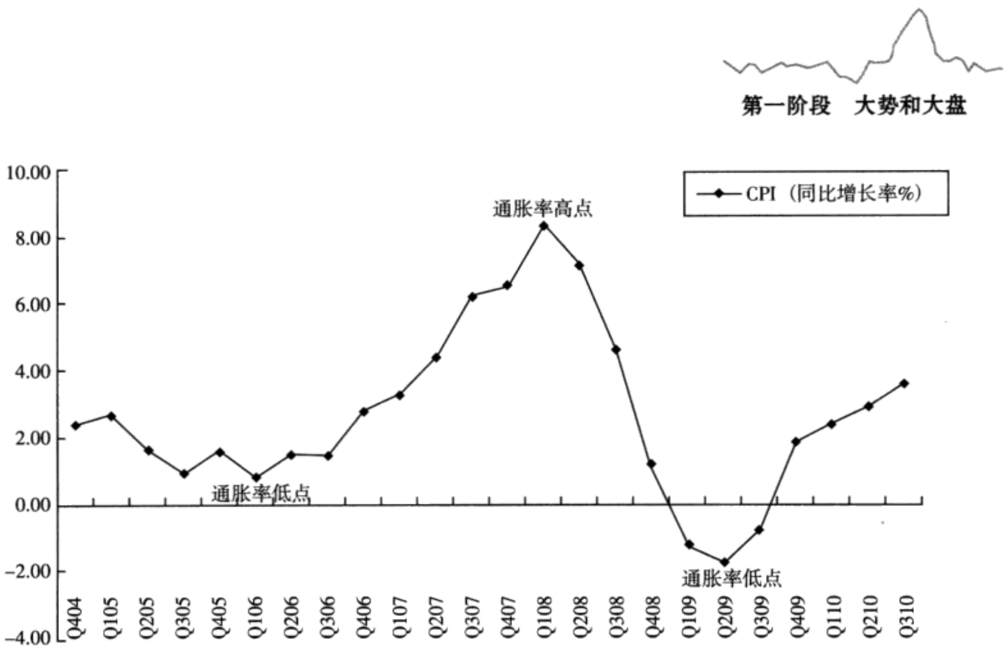


图 1-8　通过 CPI 来衡量通胀率（中国内地 2004 年第四季度到 2010 年第三季度）

资料来源：国信证券经济研究所，Dina Fund。

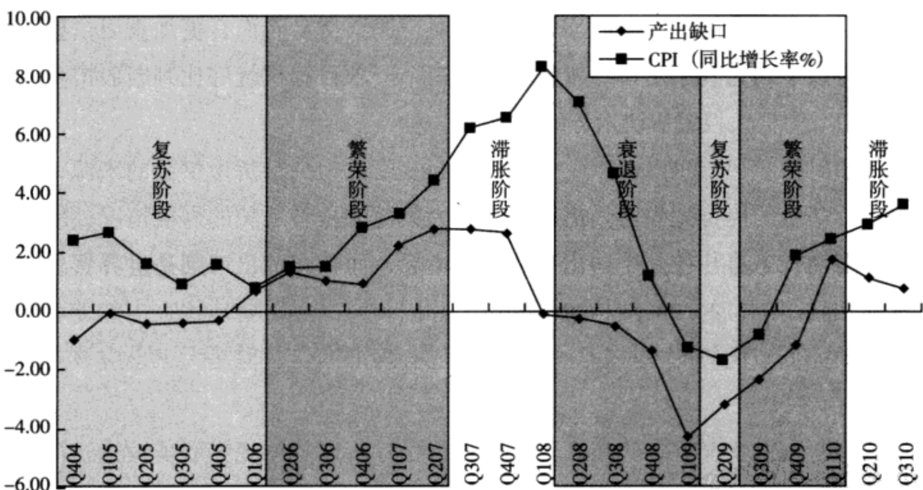


图 1-9　综合通胀率和增长率来准确地划分经济周期的阶段
（中国内地 2004 年第四季度到 2010 年第三季度）

资料来源：国信证券经济研究所，Dina Fund。

知道了经济周期阶段如何划分还不够，这只是个开始。因为在实际交易中，我们不可能等待一个经济周期完整地走出来了才开始交易，这时候行情也完了，所以我们必须善于进行推断。推断涉及两个方面：第一个就是明白如何根据已经公布的增长数据和通胀数据来推断目前所处阶段；第二个就是能够大致推断此后增长数据和通胀数据的走势。先来谈谈第一个方面，如何就经济数据推断目前阶段。举一个例子，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



CPI 一个显著高点出现了，而在这之前增长率已经下滑了很长一段时间，那么目前可能就进入了衰退阶段。这里面的关键还是在于牢记阶段的划分标志。第二个方面则涉及推测以后的增长率和通胀数据，这是一个非常庞大的话题，我们扼要地谈一下如何判断经济增长率和 CPI 未来的走势（趋势一般是持续的，因此趋势往往可以通过第一个方面就能确定，走势是局部的、近期的，走势是用来确认趋势的）。

先来谈谈如何推断经济增长率的问题，我们不是宏观计量模型专家，所以谈到的只是一个定性判断、模糊判断，而不关乎具体的数字，这样就足够应付交易需要了。对于股票交易而言，宏观数据的走势比单个数字的比较有意思，通过走势看趋势就要利用 N 字结构，所以**技术分析工具其实也可以用来确认经济数据的趋势，**注意“确认”两个字。关于这个 N 字结构大家先不用急着搞清楚，因为在本次授课的第五课和第二十二课以及第二十三课会有全面的介绍。

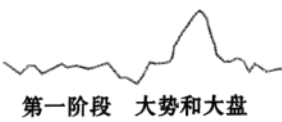
我们还是回答经济增长率推断这个问题，这是更为重要的问题，因为**相对于债券投资者对通胀率指标更为敏感而言，股票市场的主力参与者对于经济增长率指标更加敏感，**因此确定经济周期阶段的增长率指标对于股票交易者而言更加重要。**要判断经济增长率可以下切为判断出口、投资和消费三个子项目，**这就好比判断股市大盘指数可以“下切”为极大权重板块走势的判断一样。

出口如何判断呢？净出口产生的贸易盈余一度成为央行货币供给的来源，也成就了 2005~2007 年的传奇大牛市。出口判断最为关键的是看欧美的需求情况，**欧元区和美国的经济增长态势往往是中国出口的先行指标，而韩国的出口则是世界贸易状况的风向标。**在我国出口的产品结构中机电产品和服装产品占重要地位，当然随着东南亚和南亚劳动力低廉优势的发挥，这个结构可能会逐渐演变，但是大家也应该对出口主导型产业有所关注。

那么判断出口状况有一些什么具体的先行指标可以关注呢？欧美发达经济体是我国出口的主要对象。虽然现在在极力开拓非洲市场，但最近几年仍旧不可能改变这种大格局。因此，OECD 经济指标就需要关注了。OECD 指标是衡量发达经济体宏观经济态势的指标，这些经济体的需求往往牵涉中国出口的变化。打开 http：//www.oecd.org/index.htm（见图 1-10），然后点击“Statistics”就可以查询到名为“Composite Leading Indicators”的指标。

当然，OECD 官网上还提供一个功能，就是将 Composite Leading Indicators（综合领先指标）或者是 GDP 指标动态标注在经济周期图中，这个标注未必准确，但却可以直接将美林投资时钟框架用来判断经合组织经济体所处经济周期阶段。要使用这个独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特的功能先打开网址 http：//stats.oecd.org/mei/。进入这个页面后，可以看到左侧有一栏为“Business Cycle Analysis Database”（见图 1–11），点击进去后可以看到一个可以设置和播放的页面（见图 1–12）。

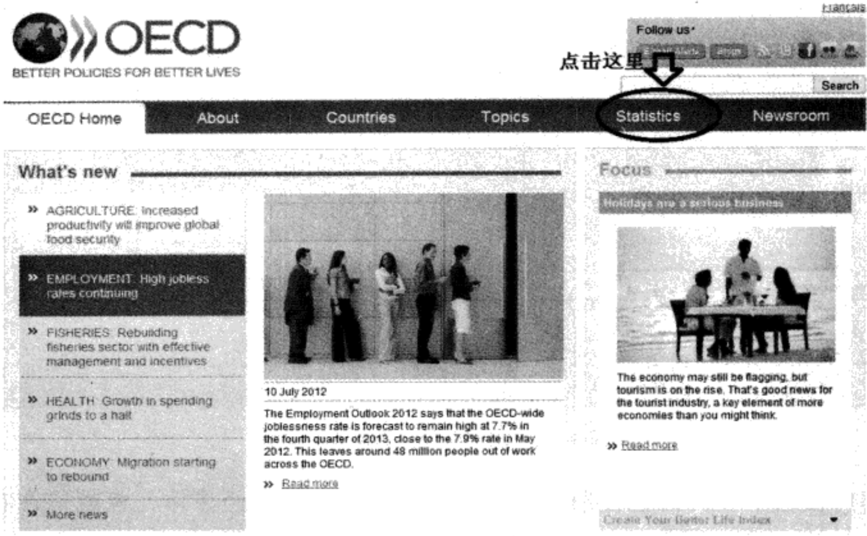


图 1–10 OECD 官网主页

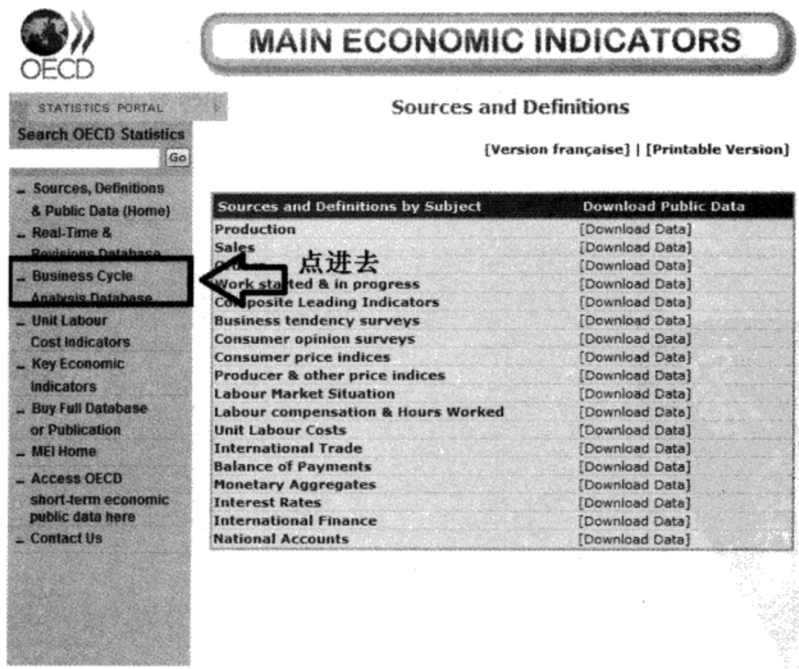


图 1–11 OECD 经济周期分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



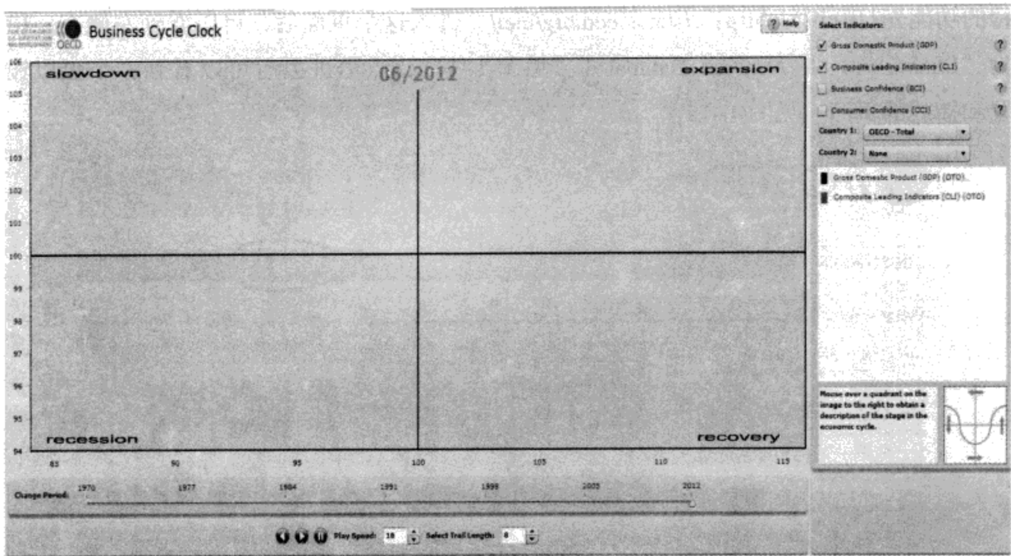


图 1–12　OECD 经济周期演示界面

如何在这个界面上进行操作呢？首先，你需要选择经济体，也就是在右边的 Country 1 选择一个经济体。这些经济体有些是单个的国家，有些则是组织或者大的地区，我们一般查询西欧和美国（见图 1–13）。另外，你还可以选择另外一个经济体进行对比，这个就要在 Country 2 进行选择（见图 1–14）。在进行出口贸易分析的时候，我们会在上述两个项目中分别选择 OECD Western Europe 和 United States 或者是只在一个项目中选择 G7。

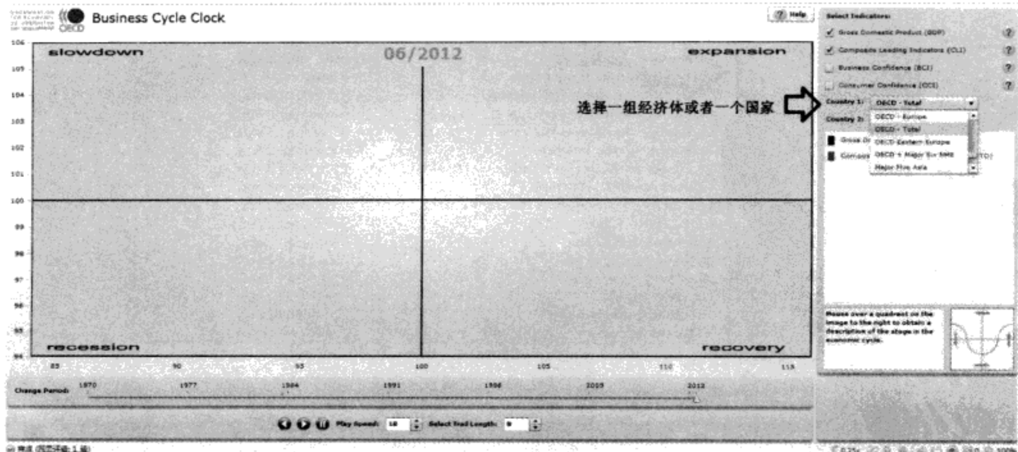
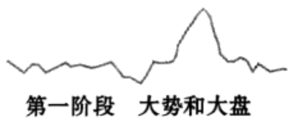


图 1–13　OECD 经济周期演示界面选择项目（1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



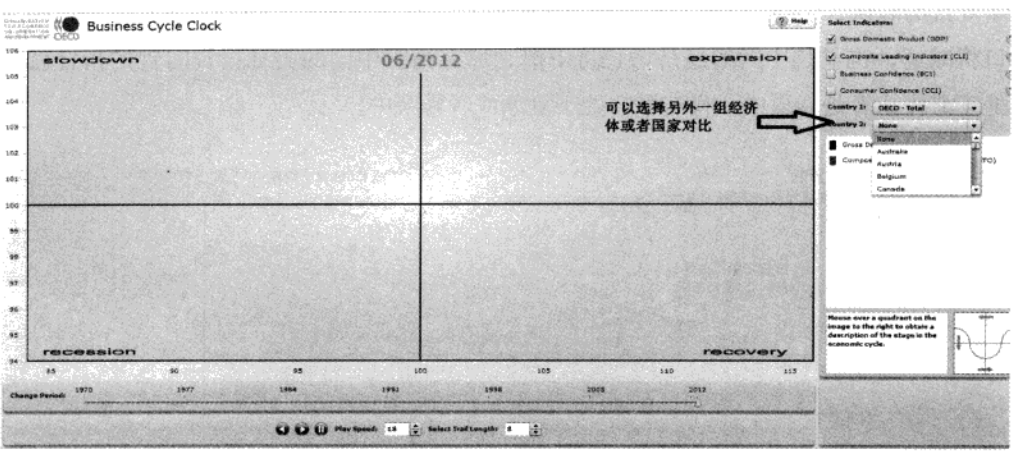


图 1-14 OECD 经济周期演示界面选择项目（2）

选择了经济体，接下来就要选择表征其增长的指标，一般我们会选择 GDP 或者是 Composite Leading Indicators（综合领先指标），这个在“经济周期钟”界面的右上角（见图 1-15）。你可以选择多项增长指标，也可以只选择一项增长指标。在界面的下方还可以选择播放速度和尾部轨迹长度，以及考量的起点。经济周期分为四个阶段，与我们介绍的美林投资时钟阶段划分一致，分别是衰退区域、复苏区域、繁荣区域、滞胀区域，一般而言，经济增长指标在其中是逆时针运动的，也就是右升左降。

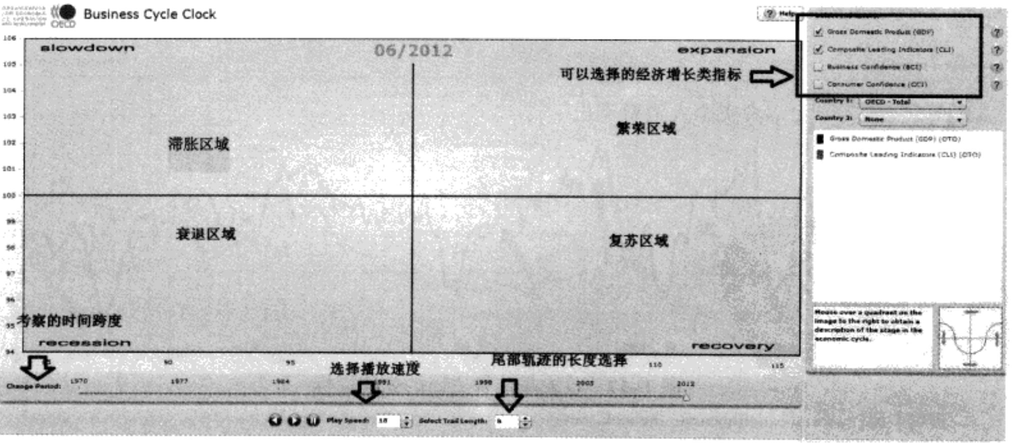


图 1-15 OECD 经济周期演示界面选择项目（3）

我们来看一个具体操作这个界面的实例（见图 1-16），选择 G7 作为考察对象，选择 GDP 作为考量指标，设定尾部轨迹长度为 10，播放速度为 18，当时间运行到 2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年 6 月的时候，G7 的 GDP 指标位于滞胀（经济下滑）阶段，在当时就预示着中国的出口将减速，也就是中国的经济增长将下滑，那么当时中国的美林投资时钟的指针就将处于滞胀或者是衰退中，肯定不会处于复苏或者繁荣中。

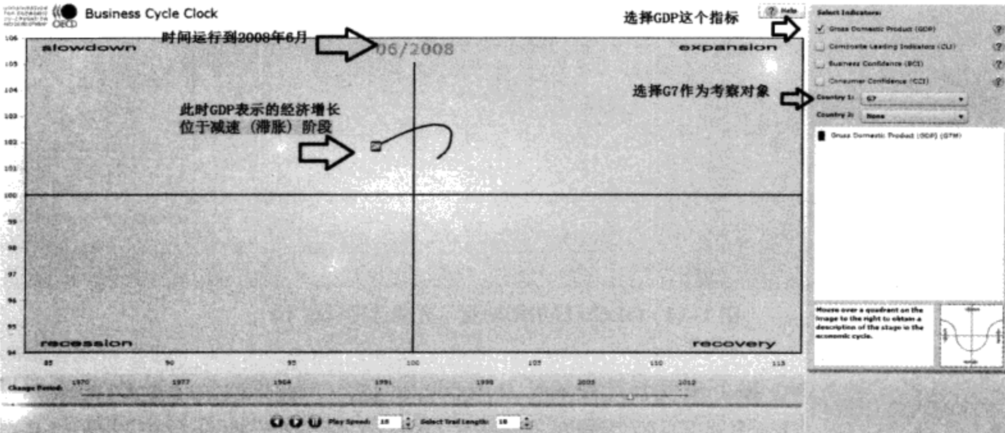


图 1-16　OECD 经济周期演示

就单一国家而言，美国吸纳了中国最大份额的出口。美国的消费占了 GDP 的 70% 左右，因此美国人的消费数据对于预测中国的净出口意义非常重大。而美国人消费支出的先行指标则是美国个人收入数据，Joseph H. Ellis 给出了确凿的证据（见图 1-17）。因此，我们要想正确预测中国的净出口情况就必须随时关注美国的个人收入变化。

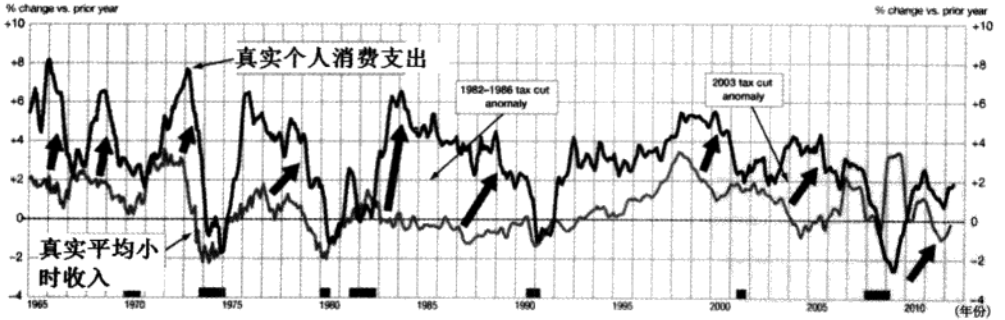


图 1-17　收入是消费支出的先行指标

资料来源：www.aheadofthecurve-thebook.com。

那么，如何查询美国个人收入数据呢？单一的数据，或者是数据库对于我们的分析意义不大，我们必须直观地看到数据的走势才行，因此那些已经将数据更新为走势图的网站才值得我们去关注。要查询美国个人收入数据，可以登录 www.martincapital.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



com 这个网站，这是一个投资公司的官网。其中提供了美国经济数据的走势图，其中的数据是不断更新的，这样有利于我们看到最新的走势，并与之前的走势结合起来观察其趋势。要查询美国个人收入方面的数据，先登录这个网站，然后在左边找到“U.S. Financial Data”一栏点击进入（见图 1-18）。点击进去之后，会有很多美国的经济数据处于更新中，序列是按照公布日期来排列的，找到“Personal Income-May”点击进去（见图 1-19），这样就可以看到三项有关个人收入的数据走势图（见图 1-20）。

Martin Capital Advisors, LLP

A Registered Investment Advisor

点击进入

- Home
- Portfolio Management
- Reports & Newsletters
- U.S. Financial Data
- About Us
- In the News
- Contact Us

Welcome to www.martincapital.com. Martin Capital Advisors, LLP is a registered investment advisor managing investment portfolios for long-term growth and income.

Our highest priority is to achieve outstanding long-term returns for our clients. Focusing on long-term performance allows us to offer specific advantages associated with low turnover. We look for the best long-term holdings and implement a "buy and hold" strategy, which significantly reduces trading costs and minimizes capital gains taxes.

Since 1991, the performance of the investment portfolios managed by Martin Capital have often ranked within the top echelon of U.S. equity portfolios. While reviewing our investment results investors should be aware that past performance is no guarantee of future results.

We trust you will find our website to be informative and easy to use. Please take advantage of the economic and financial charts and data that are regularly updated under U.S. Financial Data. We also publish a quarterly newsletter, *The Compass*, and other investment reports from time to time, which can be found under Reports and Newsletters. If you would like more information on investing with Martin Capital Advisors, LLP, or simply would like to be added to our complimentary email list, please contact us.

图 1-18 美国个人消费数据的查询（1）

资料来源：www.martincapital.com。

A Registered Investment Advisor

- Home
- Portfolio Management
- Reports & Newsletters
- **U.S. Financial Data**
  - **U.S. Economic Data**
  - U.S. Financial Charts
- About Us
- In the News
- Contact Us

Current Economic Data

Current BLUE; Data BETTER or WORSE than expected
saar = Seasonally Adjusted Annual Rate

Release Date	Data Series	Importance A - D	Previous Value or Change	Expected Value or Change	Actual Value or Change	12-Month Change	Chart
	Interest Rates, past 2-1/2 years		CHART	Treasury Yield Curve			CHART
7/25	New Home Sales, saar - Jun	B	369K	374K	350K	+15.1%	CHART
7/26	Wkly Init Unempl Claims - 7/21	C	386K	375K	353K	4-wk avg 367.5K	CHART
7/26	Durable Goods Orders - Jun	B	+1.1%	+1.0%	+1.6%	+8.0%	CHART
7/26	Durable Goods Orders, excl Transp	C	+0.4%	unch	-1.1%	+3.1%	CHART
7/26	Pending Home Sales s/a - Jun	D	+101.1		+99.3	+9.5	CHART
7/27	GDP Change - apr - Q2 Adv (1st est)	B	+1.9%	+1.2%	+1.5%	+2.2%	CHART
7/27	UM Consumer Sent - Jul final	B	73.2	72.0	72.3	[illegible]	CHART
7/31	CB Consumer Confidence - Jul	C	62.0	62.1	65.9	+6.7	CHART
7/31	Case-Shiller Home Price Index, sa - May	C	+0.7%		+0.9%	-0.7%	CHART
7/31	Personal Income - May	C	+0.2%	+0.4%	+0.5%	+3.5%	CHART

点击进入

图 1-19 美国个人消费数据的查询（2）

资料来源：www.martincapital.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



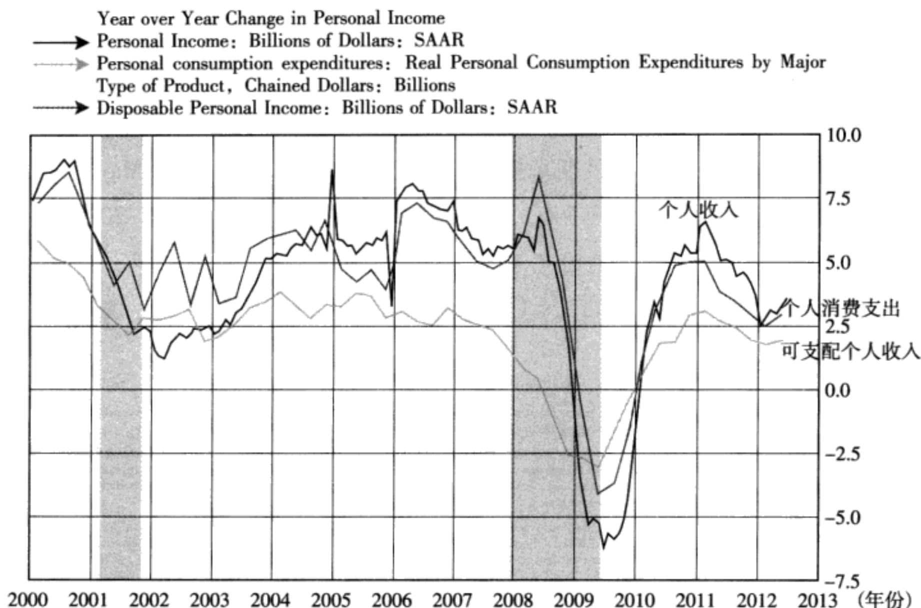


图 1–20 美国个人消费数据的查询（3）

资料来源：www.martincapital.com。

欧美发达经济体的经济状况和收入状况是中国出口的重要先行指标，除此之外还有一些其他比较重要的出口测度指标，它们以交通运输指标为主，下面我们就来一一加以介绍。

首先是航运方面的指数，出口方面我国基本上是以制成品为主，而进口方面我国则主要是以原材料为主，所以**出口方面我们要关注集装箱运价指数的走势，而进口方面则可以关注干散货运价指数的走势。**前者以“CCFI”（中国出口集装箱运价指数）为代表，后者以“BDI”（波罗的海干散货运价指数）为代表。我们主要关注 CCFI，所以先从这个指数介绍起，接着再简单介绍 BDI，因为在第十四课当中我们会较为详细地介绍 BDI 与股票交易的关系。

CCFI 发布频率为周，数据及时度非常高，对于中国出口市场的变化具有较强的指示意义。如何查询这个指数呢？该指数是由上海航运交易所编制的，我们基本都是直接在它的官网 www.sse.net.cn 上查询。在主页上点击“航运价格”一项（见图 1–21），进去后第一个显示出来的运价走势就是该指数（见图 1–22）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 1–21 查询中国出口集装箱运价指数（1）

资料来源：上海航运交易所。



图 1–22 查询中国出口集装箱运价指数（2）

资料来源：上海航运交易所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国出口集装箱运价指数反映了出口景气度，而该网站提供的第三个指标“中国沿海散货运价指数”（见图 1-23）则反映了进口景气度，可以与 BDI 结合起来观察进口景气度。运价指数走高代表景气度提高，这点需要初次利用运价指数的交易者们搞清楚。

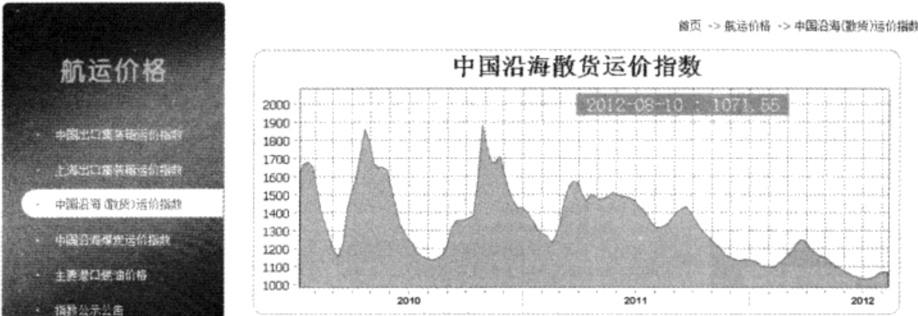


图 1-23 中国沿海散货运价指数

资料来源：上海航运交易所。

波罗的海指数简称为 BDI，全称为“Baltic Dry Index”，该指数主要反映大宗资源商品的供求变化，由于中国主要的进口标的就是大宗商品，因此该指数可以较为准确地反映中国进口景气度。如何查询该指数呢？我们可以登录中国海事服务网 http：//www.cnss.com.cn/，首页上的“指数”和“航运”两个栏目都可以进入到 BDI 页面（见图 1-24 和图 1-25），当然也可以在彭博或者生意社等网站上查询该指数的走势。



图 1-24 BDI 指数的查询（1）

资料来源：中国海事服务网。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

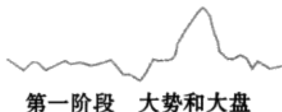




图 1-25　BDI 指数的查询（2）

资料来源：中国海事服务网。

要分析出口的动向，也需要关注海关总署官网公布的一些信息，登录其官网点击“海关统计”（见图 1-26），该栏目下面的“海关统计快讯”基本每月更新一次，其中的七张表格需要特别注意，细细地看一遍，特别是每个项目的同比变化，这样每个月坚持做一遍可以提高对出口的感受力。比如，第七张表为“货运业务监管快报”（见图 1-27），2012 年 8 月公布的同年 7 月的数据就有一个显著的特征，那就是进口货运业务全面下降，这表明贸易形势急剧恶化。另外，交通部和民航总局的网站有时间也可以进去看看，这里面除了看出口状况，而且也可以帮助对板块个股的掌握，比如铁路上市公司、航空上市公司、港口上市公司等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



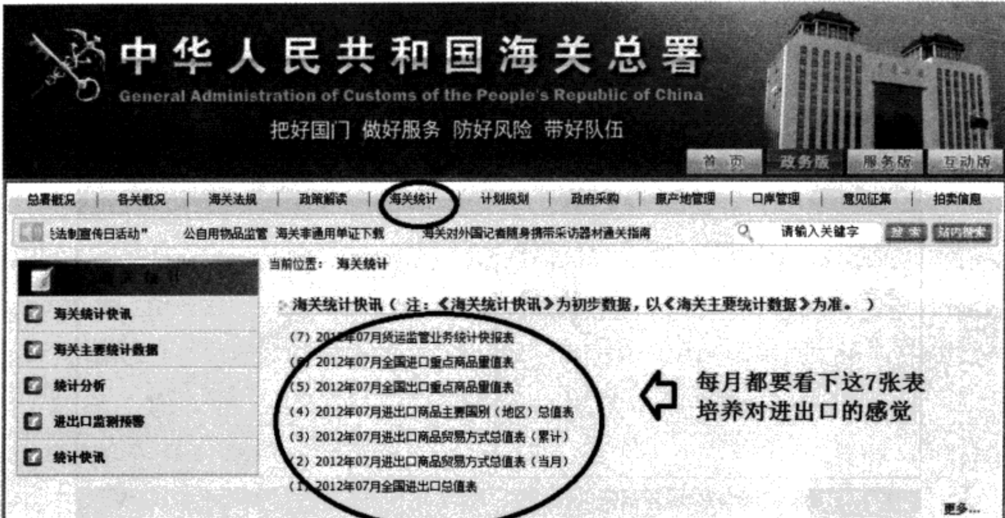


图 1-26 海关总署网站

资料来源：海关总署。

（7）2012年07月货运监管业务统计快报表

2012-08-10　　全面下降

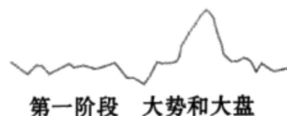
指标名称	单位	07月			1至07月累计		
		本年	去年	同比±%	本年	去年	同比±%
进出口货运量	万吨	27,046	28,824	-6.2	195,761	181,751	7.7
进口	万吨	16,806	15,554	8.0	120,440	103,211	16.7
出口	万吨	10,239	13,269	-22.8	75,321	78,541	-4.1
监管运输工具总数	辆艘	2,719,724	2,791,649	-2.6	18,468,676	18,268,731	1.1
监管进出境总数	辆艘	2,212,830	2,250,234	-1.7	15,192,256	14,812,365	2.6
其中，进出境汽车	辆	1,979,582	2,028,064	-2.4	13,659,495	13,382,360	2.1
进出境火车	节	146,492	136,389	7.4	946,193	863,284	9.6
进出境船舶	艘	40,940	43,626	-6.2	280,776	291,323	-3.6
进出境飞机	架	45,816	42,155	8.7	305,792	275,398	11.0

图 1-27 货运监管业务统计

资料来源：海关总署。

PMI 的新出口订单数是我们需要单独关注的指标，PMI 的中文名称是采购经理人指数，这个指数在发达经济体被广泛采用，中国是最近几年才开始采纳的，有两个版本：第一个是官方 PMI，主要针对大企业；第二个是汇丰中国 PMI，主要针对中小企业。PMI 是一个合成指数，其中一个子指数是新出口订单数，这是我们关注出口景气度的时候需要用到的一个指数。这个指数领先于我们出口同比增长，**订单数据的变化是出口变化的先行指标，出口订单减少一般领先于实际出口量减少至少 3 个月时间。**如何查询这个指标的走势呢？可以从“生意社”这个大宗商品数据服务提供商那里获取，进入 www.100ppi.com，点击“宏观数据”一项（见图 1-28），进去后点击左边项目栏中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的“制造业采购经理指数 PMI”（见图 1–29），在右边的图表走势下面只选择“新出口订单指数”一项打钩（见图 1–30）。



图 1–28 如何查询 PMI 新出口订单（1）

资料来源：生意社。

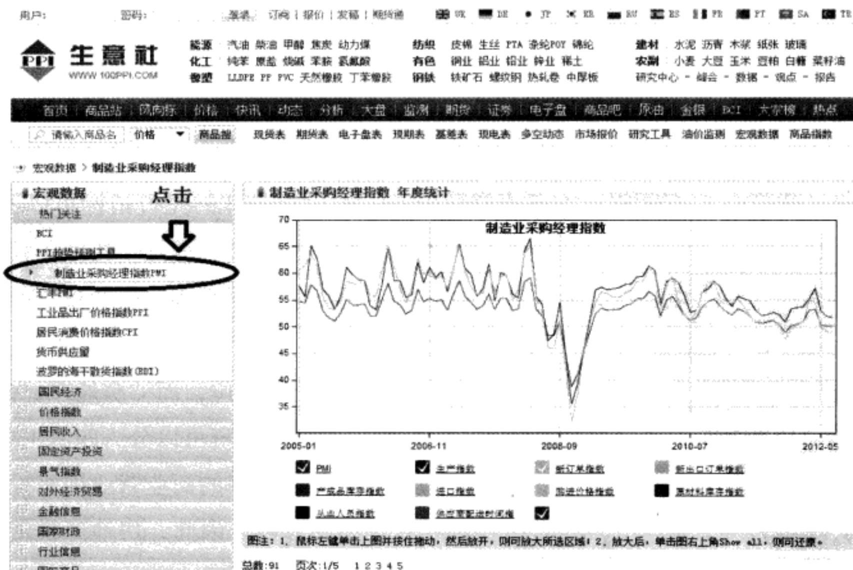


图 1–29 如何查询 PMI 新出口订单（2）

资料来源：生意社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



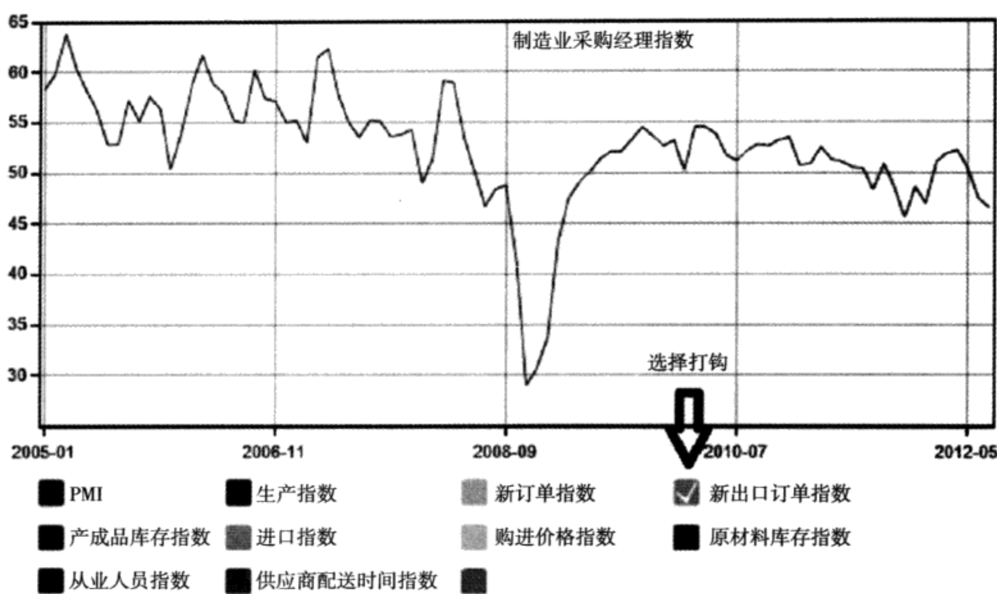


图 1-30 如何查询 PMI 新出口订单（3）

资料来源：生意社。

最后，**春秋两届的广交会也被广泛地视为进出口的风向标，**做 PTA 期货的人是非常重视这个指标的。我们做股票要定位大势需要预判 GDP 走向，而 GDP 走向的一个重要决定因素则是出口，所以广交会必然受到我们的关注，看看相关的即时新闻即可。

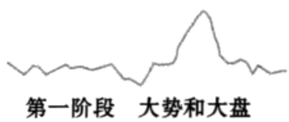
自 1998 年以来，每次国际经济和金融危机都会影响中国的出口，比如 1998 年亚洲经济危机，2000 年美国互联网泡沫破灭，2008 年美国次贷危机。写作本书过程中的 2012 年可能出现欧洲主权债务的全面恶化，这将引发新的一轮中国经济大萧条。

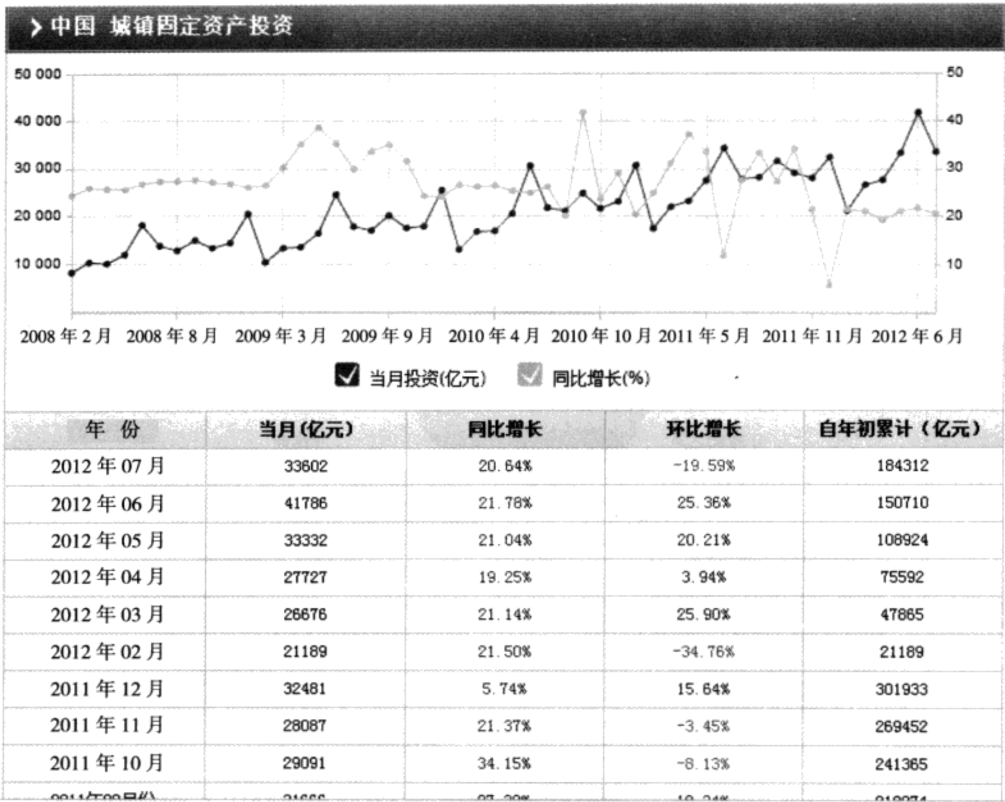
那么，投资如何判断呢？判断投资状况有一些什么具体的先行指标可以关注呢？**金融市场比较关注"城镇固定资产投资完成额累计同比增速"，而这个指标的领先指标则是"新开工项目计划总投资额"和"中长期信贷增速"。**城镇固定资产投资的数据走势可以从 http：//data.eastmoney.com/ 查询得到（见图 1-31）。

城镇固定资产投资当中，房地产投资具有非常重要的地位，而**"房地产销售情况"和"土地成交情况"则是房地产投资的先行指标。**房地产投资可以分为四个主要板块，第一个板块是占 70%的住宅类投资，第二个板块则是占 10%的商业营业用房投资，剩下的办公类投资和其他类开发投资占比则相对较小和分散。因此，房地产投资中住宅类投资是最重要的一个板块，是我们推断投资走向的一个重点。

房地产销售情况是房地产投资的先行指标，因为**房屋价格的变化会先影响房屋销**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





年 份	当月（亿元）	同比增长	环比增长	自年初累计（亿元）
2012年07月	33602	20.64%	-19.59%	184312
2012年06月	41786	21.78%	25.36%	150710
2012年05月	33332	21.04%	20.21%	108924
2012年04月	27727	19.25%	3.94%	75592
2012年03月	26676	21.14%	25.90%	47865
2012年02月	21189	21.50%	-34.76%	21189
2011年12月	32481	5.74%	15.64%	301933
2011年11月	28087	21.37%	-3.45%	269452
2011年10月	29091	34.15%	-8.13%	241365

图 1-31 城镇固定资产投资

资料来源：东方财富网。

售情况，然后才会影响房地产投资（更进一步来讲，**房价变化也是房地产投资的先行指标**）。这个作用链条是从需求的角度来预判房地产投资的走向，另外一个角度则是从供给的角度来预判房地产投资的走向，具体而言就是从土地成交的这个角度来判断房地产投资的走向。房地产方面的最新信息可以从搜房网和中国指数研究院上面查询到。

除了房地产投资之外，政府主导的公共投资对于预判整体投资走势也非常有用。公共投资直接与政府意图密切相关，所以所谓的政治周期或者说**地方政府换届周期对于公共投资影响很大**（见图 1-32 和图 1-33）。每一年新的地方政府上台之初都是公共投资火爆之时。招商证券的罗毅先生曾经深刻地剖析道："我们知道中国政府与经济的关系十分紧密，往往掌握经济运行之重要资源的配置思路与节奏（货币信贷、财政投资等）。因此，政治行动上的周期性变化对经济运行影响明显：具体表现在党代会之前，地方政府的领导基本上完成履新上任。在以经济增长为重要评判标准的晋升考核激励下，政府对其在任期当地的经济增长有饱满的热情，于是我们可以看到一个中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



式的政治经济周期循环：地方换届—投资冲动—倒逼信贷增长—经济过热—中央调控—货币收紧—经济降温。在这一逻辑下，中国经济波动则表现为明显的政治周期。**自 1977 年以来，基本上每次中国共产党代表大会期间，都有投资加速和银行信贷放松现象**，近 20 多年来几次总固定资产投资增长率的次峰值分别出现在十三大（1987 年）、十四大（1992 年）、十五大（1997 年）和十六大（2002 年）召开的次年，而最近的一

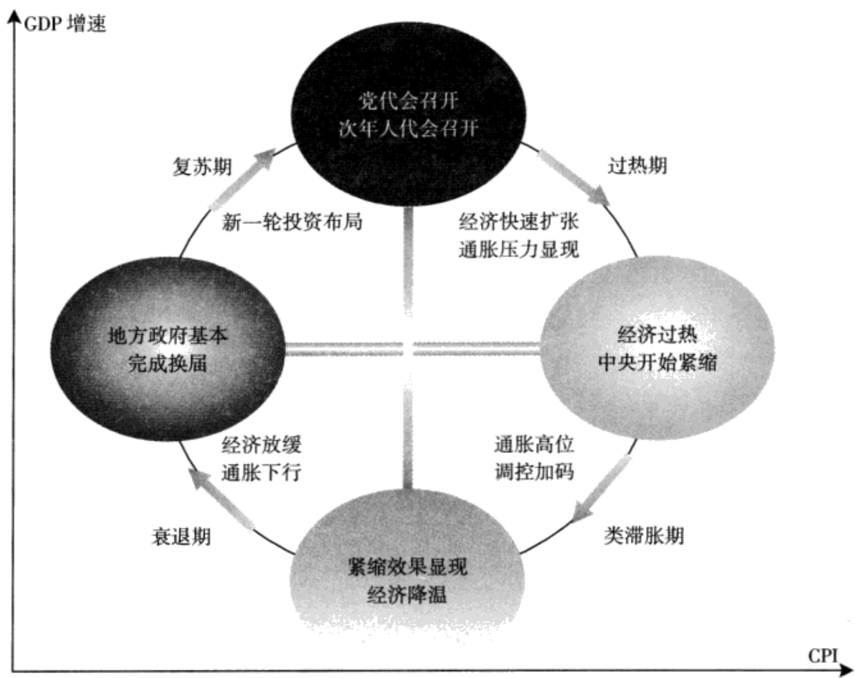


图 1-32 中国政治经济周期循环逻辑图

资料来源：罗毅：招商证券。

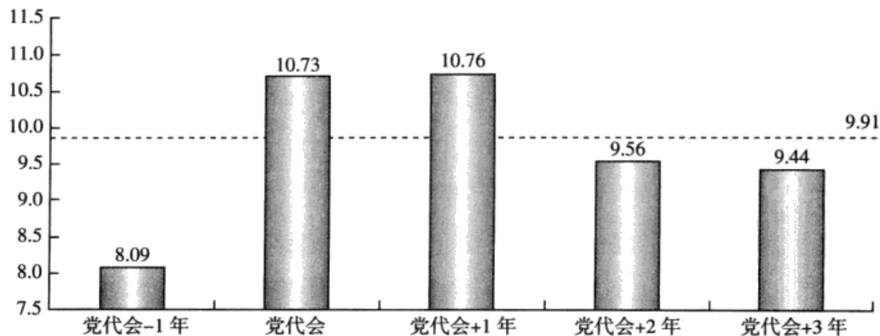


图 1-33 党代会相关的中国政治经济周期（历次党代会前后的 GDP 增速均值表现）

资料来源：罗毅：招商证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次经济增长高峰则在十七大（2007 年 GDP 增长 14.2%）。由于政府主要主导公共投资，所以政治经济周期主要对“三驾马车”中的投资部分产生直接而显著的影响。

消费如何判断呢？判断消费状况有哪些具体的先行指标可以关注呢？内需消费在国内一直比较稳定，因此在判断经济增长的时候一般可以不太考虑消费在中短期内的变化，除非政府推出一些影响消费的直接政策，比如“家电下乡政策”等。要预判消费的变化，可以从下面几个指标出发：第一个指标是春节和十一黄金周的消费变化，这个可以从商务部和国家统计局的网站上了解到。第二个指标是中华全国商业信息中心发布的“全国百家重点大型零售企业零售额”。具体的网址是 http：//www.cncic.org/，进入主页后点击“信息发布”一栏（见图 1–34），可以看到最新的零售方面的统计信息（见图 1–35）。第三个指标是“中国银行卡消费信心指数”。银行卡消费信心指数的推出

图 1–34 “全国百家重点大型零售企业零售额”查询（1）

资料来源：http：//www.cncic.org/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



CNCIC 中华商业信息网 点评(Review) 知识库(Wiki) 关于我们(About)

信息发布 专题发布 精品刊物 统计信息 市场考察 在线服务 友情连接

首页 商业要闻 质量调查 国际商务 商业地产 中华老字号 餐饮在线 零售在线 商场信息 市场预测 政策法规 通知公告

消费市场华彩20年大奖评选 网上投票
· 中国消费市场20年最具影响力品牌大奖
· 中国消费市场20年最具成长力大奖

② 在线服务快速门口 网通 电信

中华商业信息网 › 信息发布

信息发布

本栏目内容 未经允许 不得转载

标题 日期

· 8月份50家重点大型零售企业销售情况简析 [2012-09-07]
· 2012年7月全国百家重点大型零售企业食品类零售额同比增长12.93% [2012-08-14]
· 7月份全国百家大型零售企业家电市场零售额同比增长3.6% [2012-08-14]
· 2012年7月份全国百家重点大型零售企业服装零售额增速放缓 [2012-08-14]
· 7月全国百家大型零售企业销售增速创年内新低 [2012-08-14]
· 7月份50家大型零售企业销售情况简析 [2012-08-09]
· 2012年上半年全国百家重点大型零售企业服装销售增速与上年同期差距较年初有明显的降低 [2012-07-17]
· 2012年上半年食品零售额增速在各类商品中居前 [2012-07-17]
· 6月份全国百家大型零售企业家电零售额增速为年初以来最高 [2012-07-17]
· 上半年全国百家大型零售企业销售增速大幅度回落 [2012-07-17]
· 6月份社消数据点评:消费实际增速高于上月，汽车和石油制品对消费增长的贡献进一步下滑 [2012-07-13]
· 6月份50家大型零售企业销售情况简析 [2012-07-09]
· 2012年5月份全国百家大型零售企业服装类商品销售增速放缓 [2012-06-14]

商场信息
2月21日,一只巨型手拎包出现在南京德基广场店堂内,据了解,这...【详细】

全部 北京 上海 天津 重庆 其他

物美超市办“二商食品节” 调味品低至
苏宁“去电器化”战略落地北京
甘家口大厦：新装亮相
武汉商家加速省内二、三线城市扩张建商场
家乐福宣布裁减500多个行政岗位以削
国产运动品牌净利下跌 重庆商场集体
翠微大厦、重庆百货、西安民生半年报
武汉首家文化主题购物中心将现身江夏

信息发布 数据服务 中国零售业发展报告

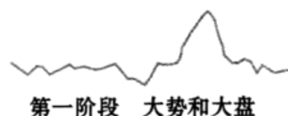
图 1-35 “全国百家重点大型零售企业零售额”查询（2）

资料来源：http：//www.cncic.org/。

与我国银行卡支付的日益普及密不可分。现在银行卡支付已经全方位地渗透到中国经济的各个方面，**社会消费品零售总额中约有 1/4 是用银行卡支付的。**在此背景下，中国亿万持卡人使用银行卡产生的海量信息就成为社会经济活动最精确的“记录仪”。深入挖掘和分析银行卡海量交易信息，解读中国城市居民消费信心的变化走势，已成为观察国民经济运行状况的有效方式。在此背景下，中国银联于 2009 年 4 月 9 日携手新华社首次发布“新华·银联”中国银行卡消费信心指数（Bankcard Consumer Confidence Index，BCCI）。

中国银联依托银行卡跨行交易清算系统，从北京等九个经济较发达且银行卡产业发展相对成熟的城市，精心甄选出大量具有代表性的银行卡进行持续性跟踪研究，并依据持卡消费商户类别，从中提取出生活必需品银行卡消费支出、银行卡消费总支出等相关数据，再进行专业分析和 BCCI 指数编制。BCCI 指数最大的特点和优势在于所有银行卡消费交易信息均是最真实、客观的第一手数据，从而确保了指数编制的准确性和科学性。国内同类消费信心指数通常是把消费者对当前的收入、支出、经济形势、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资等方面的主观感受以及对未来的收入、经济等方面的主观预期进行统计加以编制。

我们来看一下 BCCI 指数，比如 2012 年 7 月 9 日中国银联联合新华社发布了 2012 年 6 月“新华·银联中国银行卡消费信心指数”（简称 BCCI）。数据显示，2012 年 6 月的 BCCI 为 86.67，同比和环比分别上升 0.61 和 0.14，暑期旺季临近持卡人消费信心走稳（见图 1-36）。

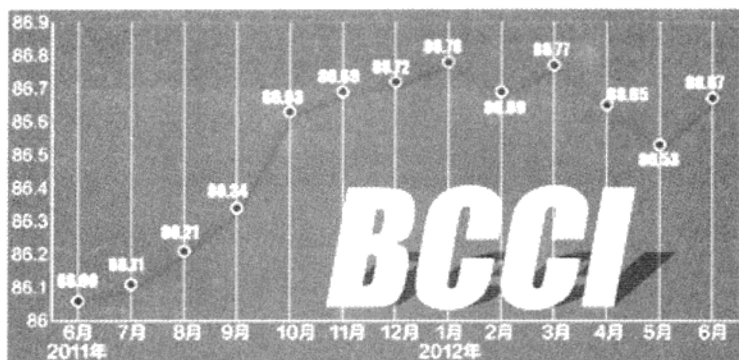


图 1-36 新华·银联中国银行卡消费信心指数

资料来源：吴尚楠：新华网。

如何查询中国银行卡消费信心指数呢？一般我们去中国银联的官方网站 http://corporate.unionpay.com/上查询。进入主页后点击“新闻中心”，选择“银联新闻”子项目（见图 1-37 和图 1-38）。

要想准确地判断股票市场的大趋势就必须要定位目前经济所处的阶段，而要准确进行定位就必须搞清楚经济增长率和通胀率的变化趋势。在前面的部分我们已经详细地告诉大家如何通过判断出口、投资和消费的变化趋势来判断经济增长率的变动，接下来的部分我们将详细介绍如何把握通胀率的变化趋势。

通胀率就是物价的问题，但是如何定义物价却是一个较为复杂的过程。物价本身也有一个形成过程，从原材料成本到工业品成本，再传递到零售和物流环节成本，最后是零售消费成本。较为常见的物价定义指标有原材料成本为主的 RMPI，工业品出厂价格为主的 PPI，零售价格为主的 RPI，以及最为常见的居民消费价格指数 CPI。我们一般也以 CPI 为主来定义通胀率，因此下面的部分主要围绕 CPI 为主。

CPI 从构成来看包括八个大项，如表 1-1 所示。CPI 构成中大约 1/3 的项目因为价格管制的原因基本保持稳定，从长期历史来看，引发我国 CPI 变化的主要因素是食品项目。而食品项目中的**猪肉和蔬菜两个项目具有非常强的影响力和规律，**值得我们重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1–37 “中国银行卡消费信心指数”查询（1）

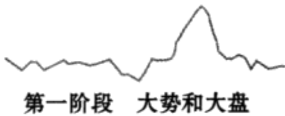
资料来源：中国银联。



图 1–38 “中国银行卡消费信心指数”查询（2）

资料来源：中国银联。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



点研判。一般而言，**我们将 CPI 分解为两个子项目进行预判：第一个项目是食品项目；第二个项目是非食品项目。**

表 1-1 我国 CPI 的构成及比重（2011 年）

1	食品	31.79%
2	烟酒及用品	3.49%
3	居住	17.22%
4	交通通讯	9.95%
5	医疗保健个人用品	9.64%
6	衣着	8.52%
7	家庭设备及维修服务	5.64%
8	娱乐教育文化用品及服务	13.75%

对于食品项目，我们主要关注农业部发布的“农产品批发价格总指数”和“菜篮子产品批发价格指数”，这个指数的发布频率是每日。进入中国农业信息网 www.agri.gov.cn，点击左下角的“全国农产品批发价格指数”（见图 1-39）就可以看到这两个价格指数的日度走势和月度走势（见图 1-40~图 1-43）。



图 1-39 “全国农产品批发价格指数”查询

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



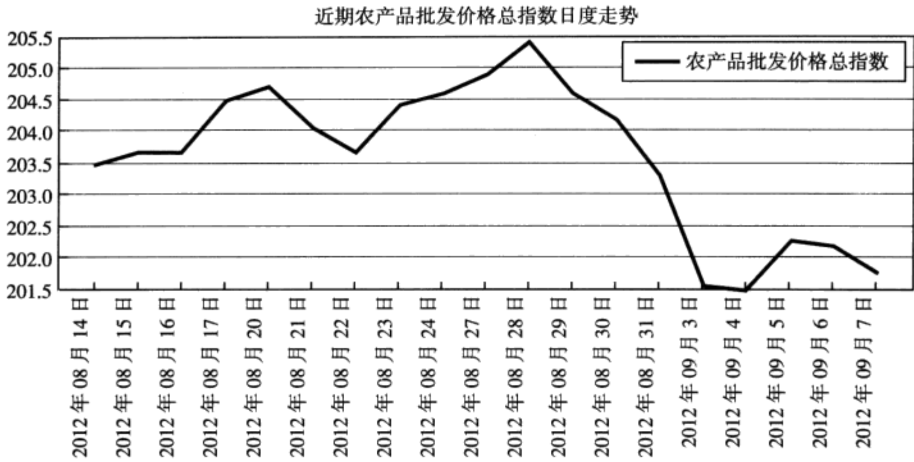


图 1-40 “全国农产品批发价格指数”（1）

资料来源：中国农业信息网。

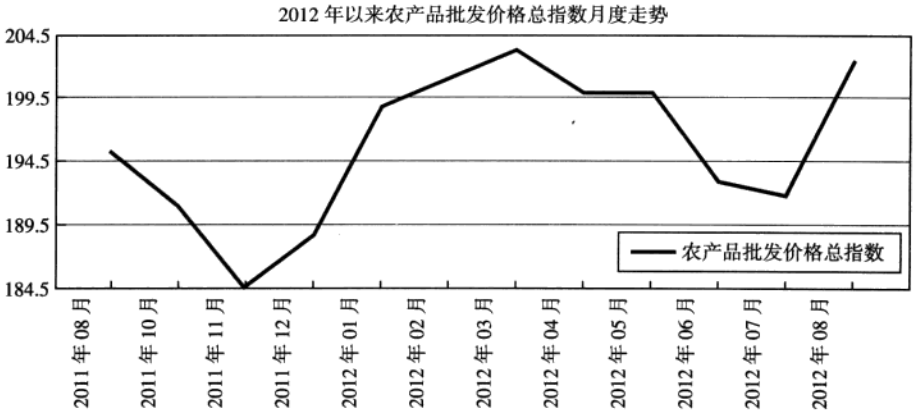


图 1-41 “全国农产品批发价格指数”（2）

资料来源：中国农业信息网。

除了关注农业部的这两个价格指数，还可以观察新华社全国农副产品和农资价格行情系统监测，这个数据也是每日更新的。当然，商务部和统计局也会有相关的价格数据公布，我们一般作为辅助数据来参考。

非食品项目我们一般关注三个指标：第一个指标是 CRB 指数的走势，这个指数大家可以从期货行情软件或者是财经网站上检索到。第二个指标是商务部每周公布的生产资料价格指数。登录商务部官网下属的子网站“商务数据中心”：http：//data.mofcom.gov.cn/，点击“商品价格”，页面打开之后可以看到“国内市场商品报价”这个项目，其中有个子项目为“生产资料”（见图 1-44）。第三个指标是国家统计局每半个月发布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



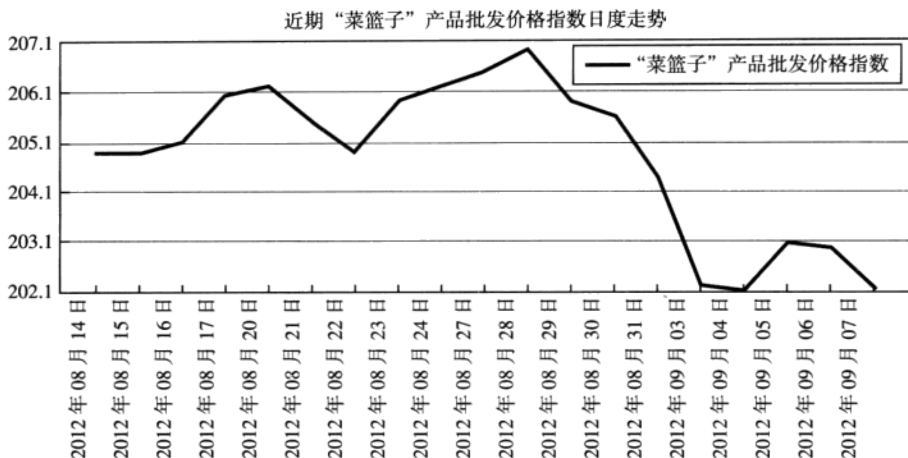


图 1-42 “全国农产品批发价格指数”（3）

资料来源：中国农业信息网。

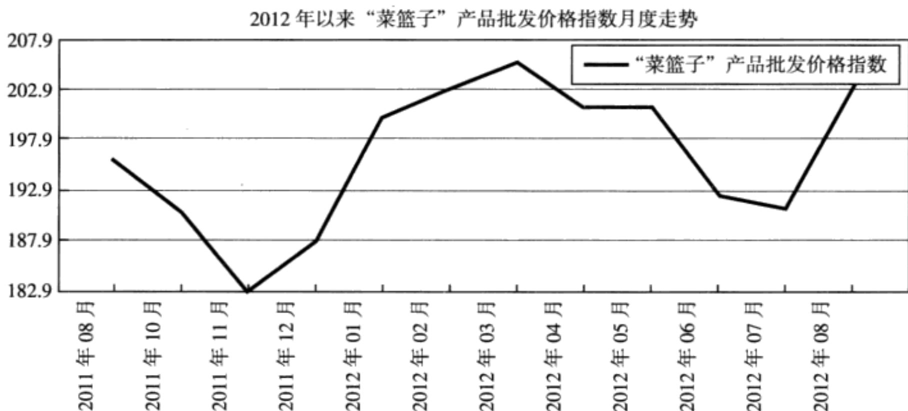


图 1-43 “全国农产品批发价格指数”（4）

资料来源：中国农业信息网。

一次的重点企业主要工业品出厂价格变动情况。

关于 CPI 的计算大家还需要搞清楚一点，那就是中国内地的 CPI 计算周期是从上个月 26 日开始，统计到本月 25 日。另外，**货币供应量走势先于经济增长变化，而经济增长变化则先于 CPI 变化。**根据我们的经验，**货币供应量 M1 与 CPI 变化具有显著的相关性，M1 同比变化先于 CPI 变化数月甚至一年以上。**在第二课我们将学到如何根据货币供应量变化推导股票大势，其中就会详细地介绍 M1 同比增速与股票市场走势的同步关系。

一旦我们确定了增长率和通胀率的态势，就能够确定目前所处的经济周期阶段，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从而也能够划分出最近一个经济周期的阶段（见图 1-45）。



产品	单位	11/06/30	11/06/14	11/03/14	11/02/28
无烟煤	元/吨	744.0	742.0	728.0	727.0
柴油0号零售	元/吨	8572.0	8573.0	8172.0	8140.0
汽油97号零售	元/吨	10572.0	10570.0	9988.0	9981.0
汽油93号零售	元/吨	9994.0	9993.0	9433.0	9427.0
普通高速线材φ6.5mm	元/吨	4696.0	4846.0	4857.0	4788.0
螺纹钢φ25mm	元/吨	4676.0	4811.0	4827.0	4748.0
天然橡胶国产5号标胶	元/吨	34791.0	35610.0	38613.0	41088.0
尿素	元/吨	2236.0	2180.0	2044.0	2042.0
铜	元/吨	69213.0	69366.0	70659.0	72486.0

图 1-44　国内市场商品报价（生产资料）查询

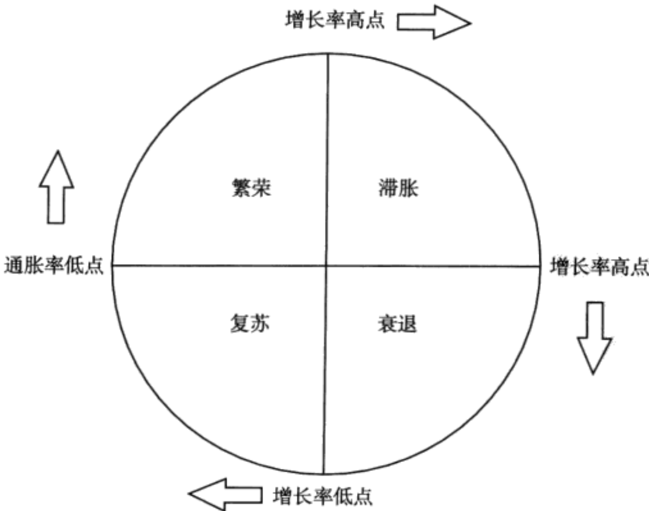


图 1-45　通过增长率和通胀率划分经济周期阶段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们已经全面介绍了如何通过增长率和通胀率划分经济周期阶段，也花了很大的篇幅介绍如何预判和解读增长率和通胀率变化，接下来我们将介绍以股票为主的金融市场在四个经济周期阶段中的变化特征和规律。

衰退阶段中经济增长缓慢，通胀率下降，产能过剩和商品价格的下跌使得通货膨胀下降。在这一阶段企业利润很小，实际收益率下降。随着中央银行下调短期利率，试图复苏经济，收益率曲线向下移动并且变得陡峭。由于央行处于加息进程中，所以债券市场在这个阶段表现较好。这个阶段中，虽然增长率和通胀率都在下降，但是由于流动性已经见底，同时实体经济缺乏投资机会，所以充裕的流动性很可能流向股票市场。因此，**股票市场往往在衰退中后期见底**（见图 1–46）。所谓的衰退阶段，根据美林投资时钟的定义也就是“通胀率高点到增长率低点的阶段”。我们来看一个具体的例子，2008 年 2 月是通胀率高点（见图 1–47），接着增长率低点是 2009 年第二季度（见图 1–48），股市的低点应该落在这个区间之内，实际见底日期是 2008 年 10 月 28 日（见图 1–49）。实际分析中怎么用？当通胀率高点出现之后，就应该看流动性是不是见底了（第二课的内容），看是不是出现了动量底背离（第九课的内容），看是不是出现了“国家队”入场（第七课的内容），看是不是出现了向上 N 字结构（第五课的内容），看是不是出现了极端悲观和恐慌的情况（第十课的内容），看是不是估值底和政策底已经出现（第八课的内容）等，综合起来研判你就能更加准确地定位底部。

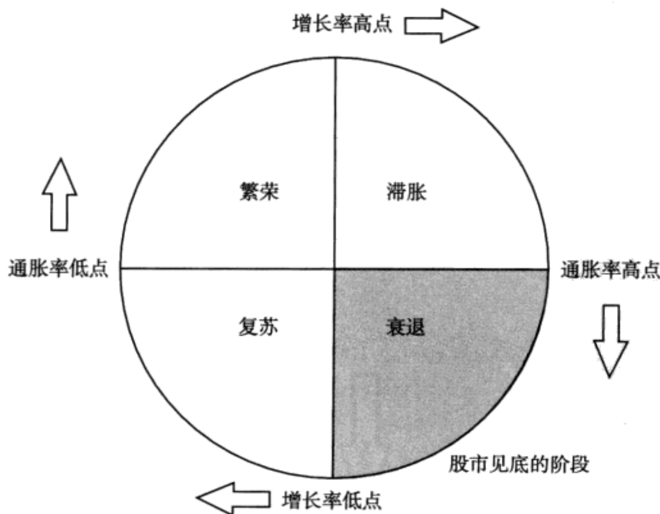


图 1–46 股市通常在衰退阶段见底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-47 通胀高点的确定

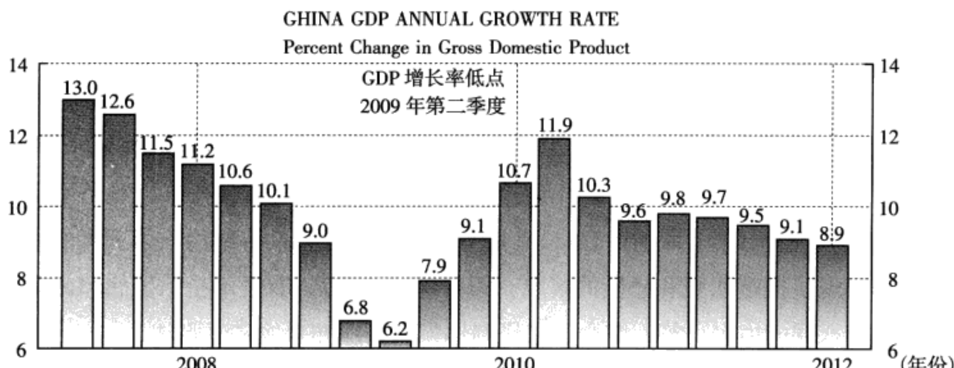


图 1-48 增长率低点的确定

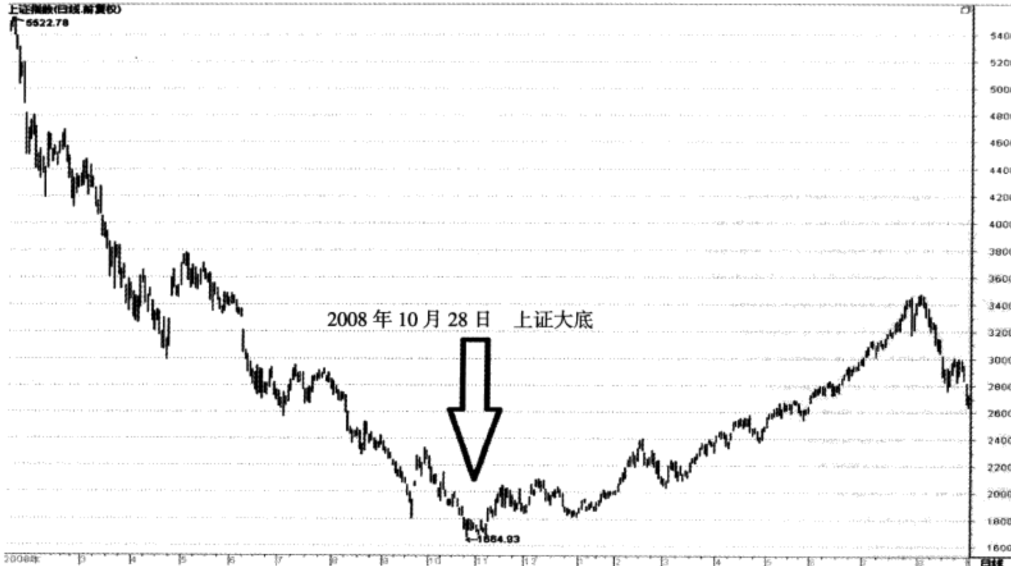


图 1-49 股市历史低点处于衰退阶段（通胀率高点和增长率低点之间）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



复苏阶段中经济加速增长，实际经济增长率高于潜在经济增长率。然而，由于闲置产能尚未完全用完，通货膨胀率继续下降，周期性的生产力增长强劲。在这一阶段企业利润大幅回升，由于央行保持宽松的政策，债券收益率保持在低水平。不过由于进一步降息的可能性很小，预期空间也不大，所以债券价格很可能在这个阶段的中后期见顶。不过，由于经济进一步增长，而且没有加息的顾虑，所以**股票市场在复苏阶段处于上涨态势**。对于大宗商品市场而言，这个阶段将促进需求上升，因此工业原材料价格较可能在这个阶段筑底。

繁荣阶段中经济增长继续加速，受产能的制约，通货膨胀开始上升。央行加息试图使实际经济增长率向潜在经济增长率回落，但实际经济增长率仍然顽固地高于潜在经济增长率。随着收益率曲线向上移动并且变得平坦，债券价格下降，这个时候债券不是好的投资标的。对于那些能源和原材料企业占比较大的股市而言，构筑顶部可能要等到滞胀阶段。工业企业的利润步入最后冲刺阶段，原材料企业的利润仍旧处于上升阶段，**对于绝大多数股市来说这个阶段一般是构筑顶部的阶段**（见图 1–50）。所谓的繁荣阶段，根据美林投资时钟的定义也就是“通胀率低点到增长率高点的阶段”。我们来看一个具体的例子，2006 年 3 月是通胀低点（见图 1–51），接着增长率高点是 2007 年第二季度（见图 1–52），股市的高点应该落在这个区间之内，实际见顶日期是 2007 年 10 月 16 日（见图 1–53）。实际分析中怎么用？当通胀率低点出现之后，就应该看流动性是不是见顶了（第二课的内容），看是不是出现了动量顶背离（第九课的内容），

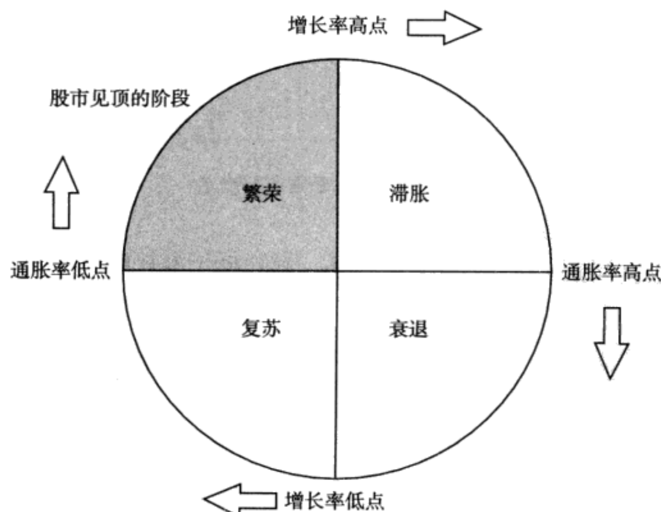


图 1–50 股市通常在繁荣阶段见顶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看是不是出现了“国家队”退场（第七课的内容），看是不是出现了向下 N 字结构（第五课的内容），看是不是出现了极端乐观和狂热的情况（第十课的内容），看是不是估值顶和政策顶已经出现（第八课的内容）等，综合起来研判你就能更加准确地定位顶部。

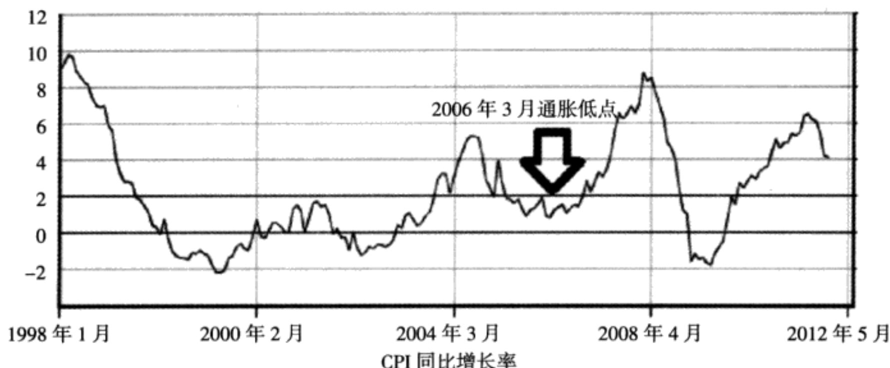


图 1-51　通胀低点的确定

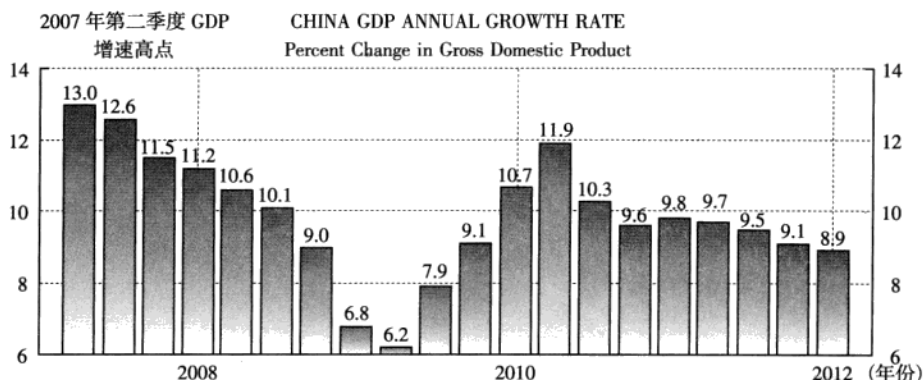


图 1-52　增长率高点的确定

滞胀期阶段中实际经济增长率逐步下降，最终低于潜在经济增长率。不过，通货膨胀率却不断上升。在这个阶段可能存在石油的冲击又或者是先前多发货币引发的产业链延伸过长导致的滞胀期。为了对抗通胀，央行可能在滞胀期阶段仍旧大幅加息。**在这个滞胀期阶段中股市继续下跌，**而大宗商品也会在这个阶段的中后期构筑顶部。

大家可以发现，在经济周期中股市见顶在 GDP 增长率高点之前，股市见底在 GDP 增长率低点之前（见图 1-54）。一般而言，股市会提前半年左右的时间反映基本面的情况，股市的拐点要比经济基本面拐点提前半年左右的时间出现，也就是说股市的低点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-53 股市历史高点处于繁荣阶段（通胀率低点和增长率高点之间）

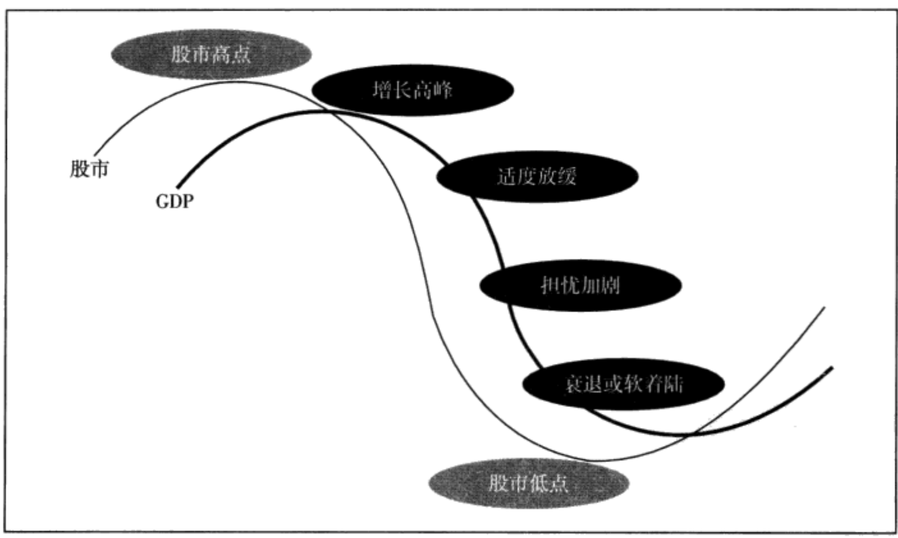


图 1-54 股市高低点领先于经济高低点

先于经济增长的低点出现，而股市的高点先于经济增长的高点出现。这个规律在美国股市上也有明确的体现，如表 1-2 所示，美国股市的高点先于经济高点，美国股市的低点先于经济低点，这个事实与美林投资时钟的框架是相符合的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 1-2 美国股市高低点与经济增速高低点的关系

美股高点出现时间	美国经济增速高点出现时间	领先月数	美股低点出现时间	美国经济增速低点出现时间	领先月数
1948 年 6 月	1948 年 7 月	1	1949 年 6 月	1949 年 10 月	4
1953 年 1 月	1953 年 2 月	1	1953 年 9 月	1954 年 6 月	10
1956 年 7 月	1957 年 1 月	6	1957 年 12 月	1958 年 5 月	5
1959 年 12 月	1968 年 2 月	2	1960 年 10 月	1961 年 2 月	4
1968 年 11 月	1969 年 3 月	4	1970 年 6 月	1970 年 11 月	5
1973 年 1 月	1973 年 3 月	2	1974 年 12 月	1975 年 3 月	3
1981 年 4 月	1981 年 7 月	3	1982 年 8 月	1982 年 11 月	3
2000 年 3 月	2000 年 5 月	2	2001 年 9 月	2001 年 12 月	3

除了股市之外，我们在前文也大致介绍了商品市场和债券市场在经济周期不同阶段的表现，为了让大家有一个比较贴近中国市场的直观理解，请见表 1-3。这张表统计了中国经济周期各个阶段中大类资产的平均收益率，与美林投资时钟给出的逻辑框架基本上是吻合的。后面提到的几个循环周期模型也可以与美林投资时钟兼容，大家可以自己理一下其中的逻辑关系。

表 1-3 中国经济周期各个阶段的占优大类资产及平均收益率统计

单位：%

经济周期所处阶段	股 票	债 券	商 品	现 金
衰退	-3.14	0.52	-2.52	0.18
复苏	1.40	0.39	1.79	0.15
繁荣	4.05	-0.08	0.98	0.16
滞胀	0.08	0.14	0.66	0.16

资料来源：孙志远：《基于投资时钟理论的大类资产选择策略》。

美林投资时钟如何运用到股市中，我们已经全面地介绍清楚了，要点在于：第一，如何预判经济阶段，这个涉及增长率和通胀率的预判；第二，股市在各个经济阶段中的表现大致是怎么样的；第三，基于经济阶段预判和经济阶段中股市的历史表现对现在和未来的股市进行判断。

除了美林投资时钟之外，我们接着还要介绍三个金融市场循环周期，它们分别是马丁·普林格循环周期、丹歌马洛循环周期、马丁·茨威格循环周期。

所谓的马丁·普林格循环周期是由马丁·普林格发现的一种金融市场间循环，具体而言就是债券市场、股票市场、商品期货市场在涨跌上的一个序列关系。马丁·普林格是享誉全球的顶级技术分析大师，该领域最有影响力的领袖人物之一。他是金融网站 www.pring.com 总裁，普林格研究所所长，同时兼任备受尊敬的《市场评论》杂志（*The*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Intermarket Review）主编。他的文章被《华尔街日报》、《国际先驱导报》、《洛杉矶时报》等权威媒体广为引述。

虽然他被美国著名财经杂志《巴伦周刊》誉为“技术分析师的技术分析师”，但是他最为了不起的贡献并不在技术分析领域，而是在跨市场分析领域。他提出了债券市场、股票市场和商品期货市场在经济周期中的循环规律和繁荣衰落次序。请见图 1–55 和图 1–56，普林格认为经济繁荣的进程中**债券市场在三个市场中最先上涨，接着是股票市场，最后是期货市场，而在经济步入下降走势的过程中，债券市场也是最先下跌的，接着是股票市场，最后是期货市场。**当我们处在一个债券和股票下跌，而商品期货市场上涨的环境中时，我们就应该推断繁荣实际上已经结束了。

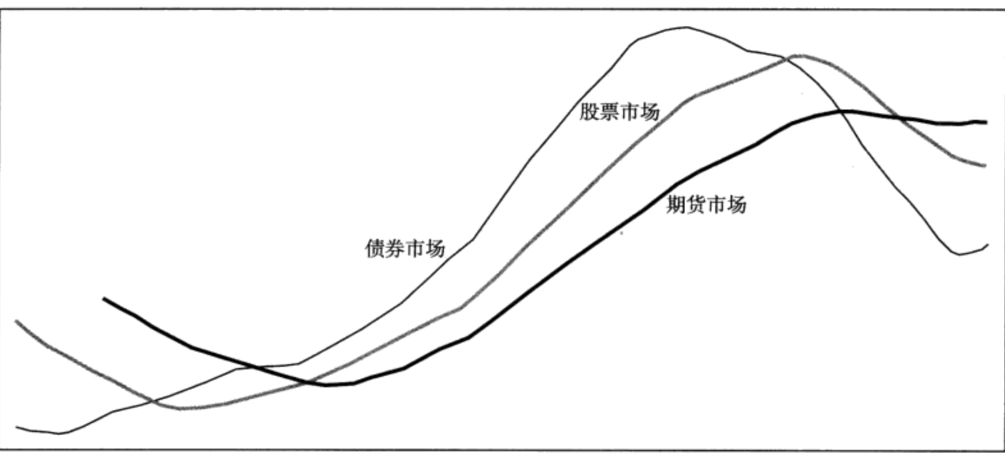


图 1–55 马丁·普林格循环周期（1）

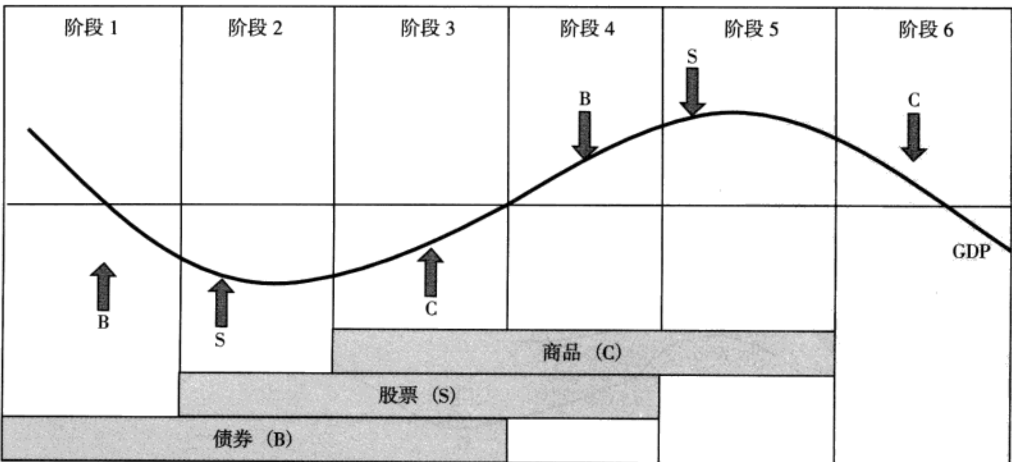


图 1–56 马丁·普林格循环周期（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



普林格的三市场走势阶段论是根据什么来的呢？货币政策也就是利率水平的变化会影响债券价格的变化，因为债券对利率很敏感。当利率下降的时候，投资股票等风险资产的风险偏好就会上升，同时利率降低也使得公司经营成本下降，信贷宽松也促进了消费支出进而带动了公司利润提高，自然股票价格就会上涨。企业生产繁忙会加大对原材料的需要，进而会导致商品期货价格上涨，而所有这些都会影响到外汇市场的走势。一旦货币政策作出调整，那么这个链条就被拉动了，后续的变化一般可以预料（当然，复杂的宏观世界中还要靠是否有足够多的实业投资机会能够吸纳主动货币供给增加），既然后续变化可以预料，那么对股票市场的阶段性影响也是可以预测的。

马丁·普林格循环可以帮助我们通过其他主要金融市场的阶段来确认股票市场所处的阶段，也就是通过债券和商品期货的走势来推断股市所处阶段和未来的走势。宏源期货研究中心通过研究 10 年期国债收益率与上证指数的关系发现，**阶段性底部中 10 年期国债收益率领先于上证指数为 5~6 个月，而且这种关系比较稳定。**该中心研究者进一步指出："用文华商品指数代表国内商品价格的整体走势，上证指数代表国内股市走势，对比二者走势可以发现，**股市一般会较商品提前 4 个月左右见顶。**对于底部的判断，二者在时间点上的差别并不大，商品落后股市不超过 1 个月，基本上同时见底。"

接着，我们介绍第二周期，也就是丹歌马洛循环周期。丹歌马洛循环周期其实分为三个子周期，分别是流动性周期、利润周期和通胀周期（见图 1-57）。流动性周期的高点先于利润周期高点，利润周期高点先于通胀周期高点；流动性周期的低点先于利润周期低点，利润周期低点先于通胀周期低点。流动性周期的主体是先行经济指标，

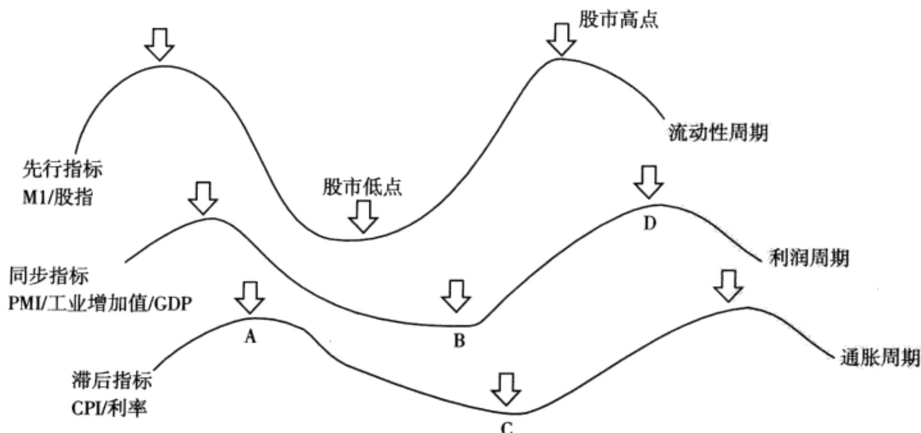
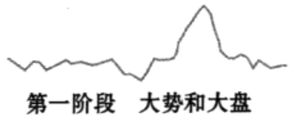


图 1-57　丹歌马洛循环三个子周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要是货币供应量（如 M1 同比）和股指；利润周期的主体是同步经济指标，主要是工业增加值和企业利润以及 PMI；通胀周期的主体是滞后指标，主要是通胀率（如 CPI 同比）和利率。所以，按照丹歌马洛循环周期其实是先行指标、同步指标和滞后指标的循环周期序列（见图 1–58）。

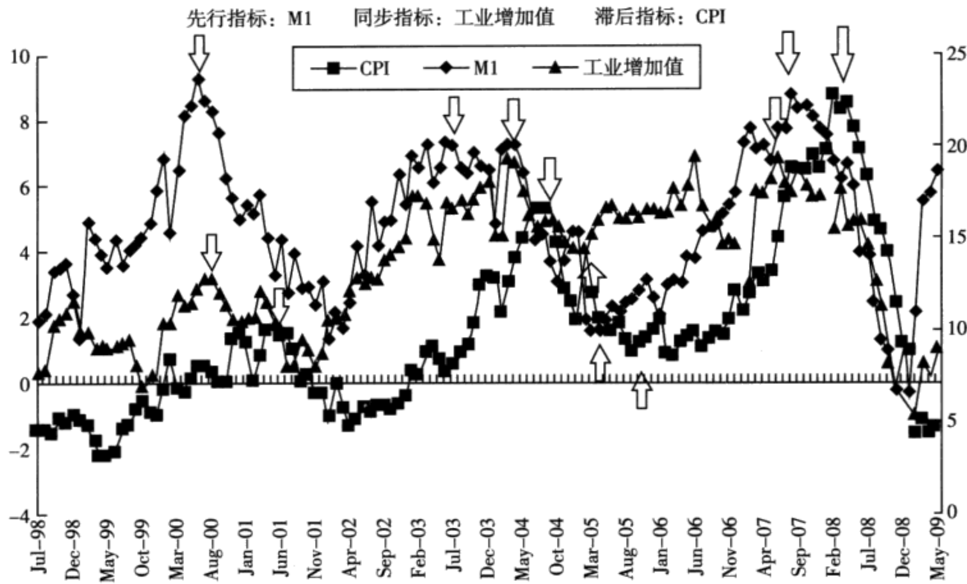


图 1–58 先行指标（M1）、同步指标（工业增加值）与滞后指标（CPI）

资料来源：CEIC，申万研究。

这个与股市有什么关系呢？答案是我们可以根据这三个子循环来推断或者确认股市的趋势。股指属于先行指标，与 M1 同比增长基本同步，但是比同步指标 PMI 和滞后指标 CPI 更早见顶或者见底。如果我们无法确定股市是不是见顶或者见底，可以通过 CPI 和 PMI 来确认（见图 1–59 和图 1–60），这就好比用移动平均线来确认价格的趋

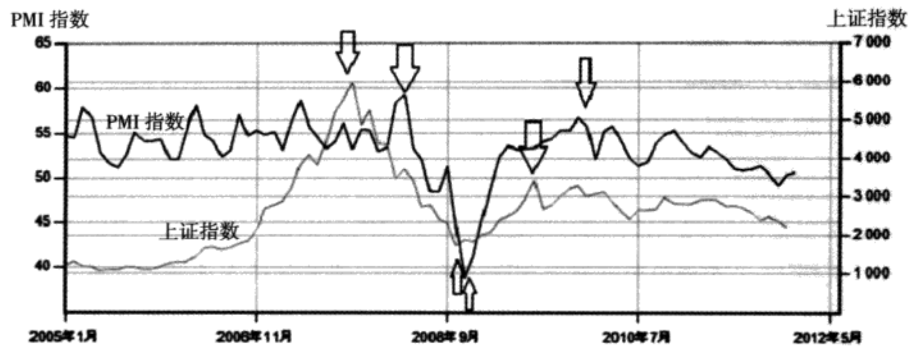


图 1–59 上证指数先于 PMI（可以用 PMI 反过来确认上证指数趋势）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-60 上证指数先于 CPI（可以用 CPI 反过来确认上证指数趋势）

势，因为移动平均线相对于价格而言是滞后指标。比如，假如股市形成了一个小幅上升行情，我们还不能确定是不是上升趋势形成，但是，如果不久之后 PMI 也转跌为升，那股指很可能就是反转而不是反弹。

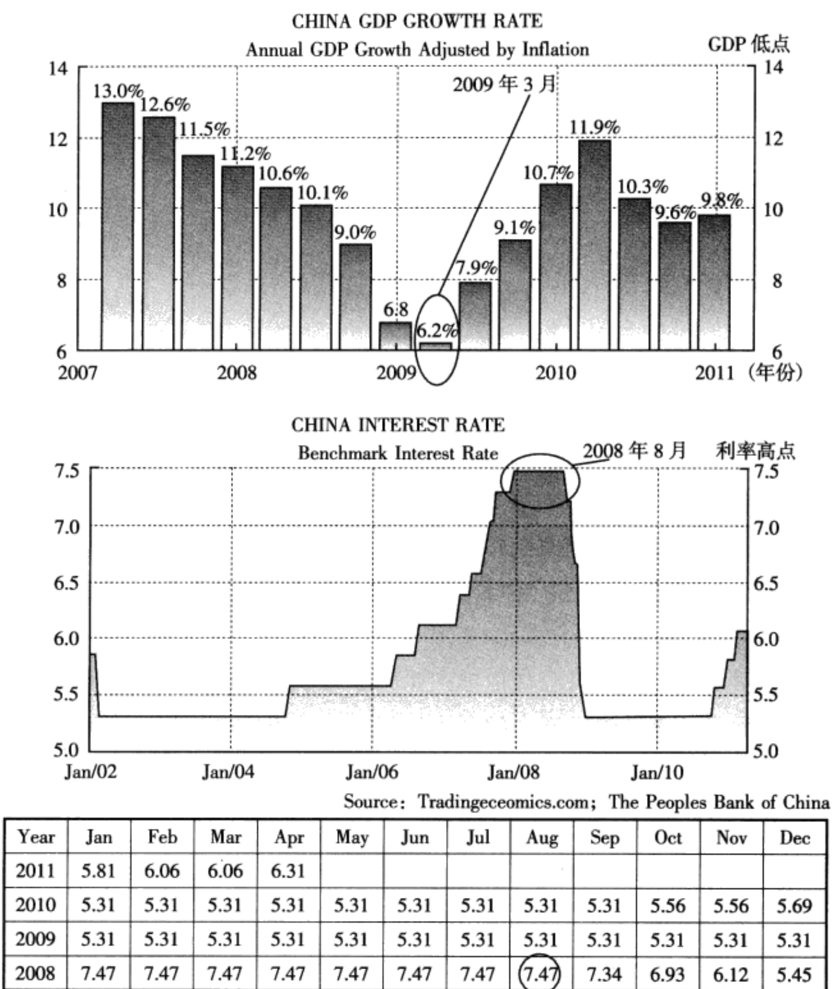
当然，根据图 1-57，我们可以看出**股市低点位于利率/CPI 高点与 PMI/工业增加值/GDP 低点之间。**我们来看一个实例（见图 1-61 和图 1-62），可以看到股票牛市开始的窗口期位于利率高点和 GDP 低点之间。所以，丹歌马洛循环周期让我们能够通过利率和 GDP 来定位股市低点，一旦利率高点出现，我们就需要等待股市见底的技术信号，比如向上 N 字和动量底背离。如果 GDP 的低点都出现了，那么就确认了股市继续向上的走势。利率高点是股市底部的提醒指标，GDP 低点是股市底部的确认指标。

根据图 1-57，我们可以看出**股市高点位于利率/CPI 低点与 PMI/工业增加值/GDP 高点之间。**我们来看一个实例（见图 1-63 和图 1-64），可以看到股票熊市开始的窗口期位于利率低点和 GDP 高点之间。所以，丹歌马洛循环周期让我们能够通过利率和 GDP 来定位股市高点，一旦利率低点出现，我们就需要等待股市见顶的技术信号，比如向下 N 字和动量顶背离。如果 GDP 的高点都出现了，那么就确认了股市继续向下的走势。利率低点是股市顶部的提醒指标，GDP 高点是股市顶部的确认指标。

谈到丹歌马洛循环周期，就不能不谈到各种经济指标。丹歌马洛循环作为美国股市和经济宏观分析的经验是否适合中国的情况呢？最好是从统计的角度看看每个宏观经济变量与股市走势的具体关系。这里不得不谈到长江证券研究部所做的一个研究，他们挑选了共 32 个宏观经济变量作为因子备选库，研究这些宏观经济变量与股市的短期与长期协整关系。

统计检验结果显示，与股市趋势相同的宏观经济变量有：货币供应量中的 M0、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2011	5.81	6.06	6.06	6.31								
2010	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.56	5.56	5.69
2009	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
2008	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.34	6.93	6.12	5.45

股票买入窗口期：利率高点–GDP 低点之间

图 1–61 股票牛市开始的窗口期位于利率高点和 GDP 低点之间（1）

资料来源：www.tradingeconomics.com。

M1、M2、M1 与 M2 的增速差，工业生产类中的工业增加值、用电量、发电量，PMI 及其扩散指标中的生产量、新订单、出口订单、采购量、进口、购进价格、原材料库存，物价类别中的 CPI 与 CGPI，外汇储备，贷款余额及 Shibor（三个月期）。趋势相反的宏观经济变量有：货币供应量中的储蓄/M2，PMI 扩散指标中的产成品库存，美元指数 USDX，进出口总额与出口额。保持中长期关系的有：M0、M2、M1 与 M2 增速差、储蓄/M2，工业增加值、用电量、发电量，PMI 及其扩散指标中的新订单、进口、原材料库存，美元指数 USDX。保持中短期关系的有：PMI 扩散指标中的生产量、出口、采购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-62 股票牛市开始的窗口期位于利率高点和 GDP 低点之间（2）

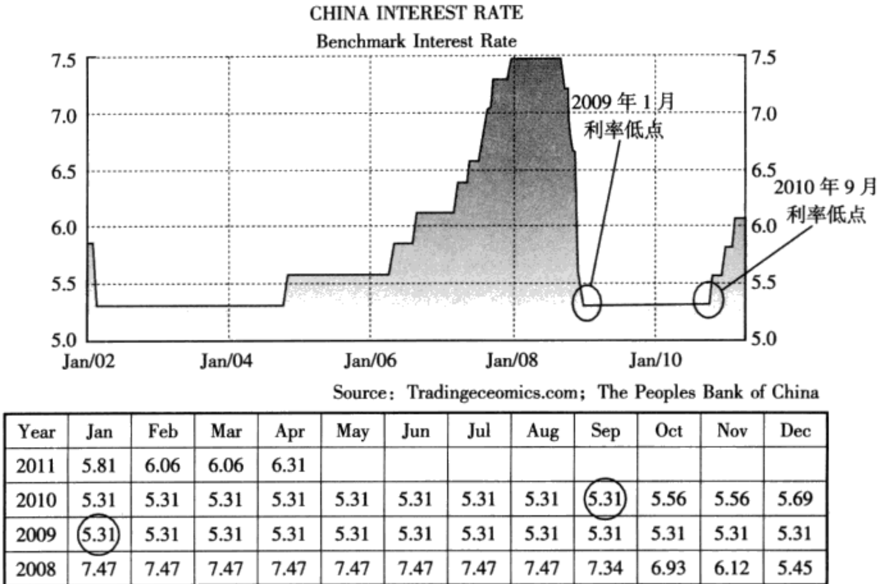
量、采购价格等。其中货币供应量指标主要属于丹歌马洛循环中的先行指标，工业生产类指标主要属于丹歌马洛循环中的同步指标，物价指标主要属于丹歌马洛循环中的滞后指标。

最后，我们介绍马丁·茨威格循环周期。马丁·茨威格循环周期是马丁·茨威格在实践操作中总结出来的一套模型，其主要目的是用来指导股票交易。马丁·茨威格是少数将技术分析与基本分析，以及心理分析结合起来的交易大师。从 20 世纪 90 年代开始直到现在，他都是华尔街炙手可热的基金经理，曾被列入《金融宗师》一书中。他善于利用数据进行严谨的分析，由此确定股市大盘的趋势性和阶段性。1986 年，他就完成了马丁·茨威格循环周期模型的研究，然后用之于实践，大获全胜。最为出名的一次操作是 1987 年 10 月 19 日，当天美国道琼斯指数暴跌 36.1%，但是他操作的基金却上涨了 9%，称得上是力挽狂澜。

马丁·茨威格循环周期主要强调的是信贷周期对股票市场的影响，这种分析思路与乔治·索罗斯的信贷循环分析类似，其中强调了“利率—流动性—交易者情绪”三个重要因素对股票市场的影响。当然，索罗斯的信贷循环更为强调抵押物价值对金融市场泡沫的交互强化作用，而马丁·茨威格的模型则强调央行货币政策变动导致的流动性变化对股票市场参与者的影响。

虽然马丁·茨威格的理论与我们在第二课要传授的工具都与流动性有关，但是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2011	5.81	6.06	6.06	6.31								
2010	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.56	5.56	5.69
2009	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
2008	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47	7.34	6.93	6.12	5.45

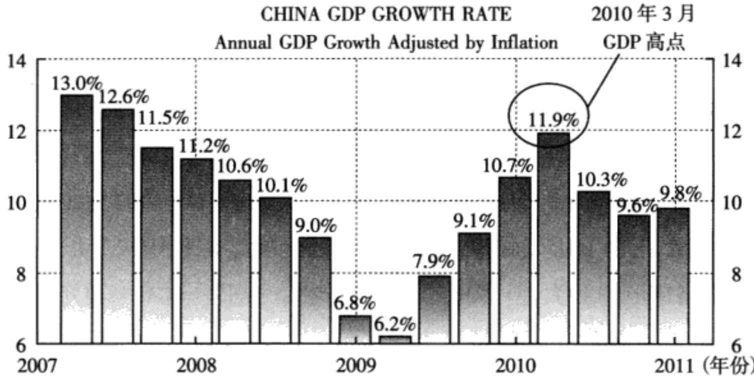


图 1-63 股票熊市开始的窗口期位于利率低点和 GDP 高点之间（1）

资料来源：www.tradingeconomics.com。

马丁·茨威格除了流动性也强调市场情绪的作用，所以他的模型其实是一个“利率（驱动因素）—情绪（心理因素）—指数（行为因素）”的循环，**首先是央行货币政策的变化，这导致利率和流动性发生了变化，进而影响了整个资产市场的收益率分布和风险偏好。**因此，利率是债券收益率的定价基础，而债券收益率则是其他更高风险资产定价的基础，比如股票和房地产等。同时，流动性增加，提高了风险偏好。而风险偏好的变化直接引起市场情绪的变化。市场参与者和潜在参与者因为其自身风险偏好的变化，以及资产收益率分布的变化而进入股票市场，进而引起大盘指数的变化。这就是马丁·茨威格循环的核心所在。不过，马丁·茨威格并没有谈到利率变化导致资产收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



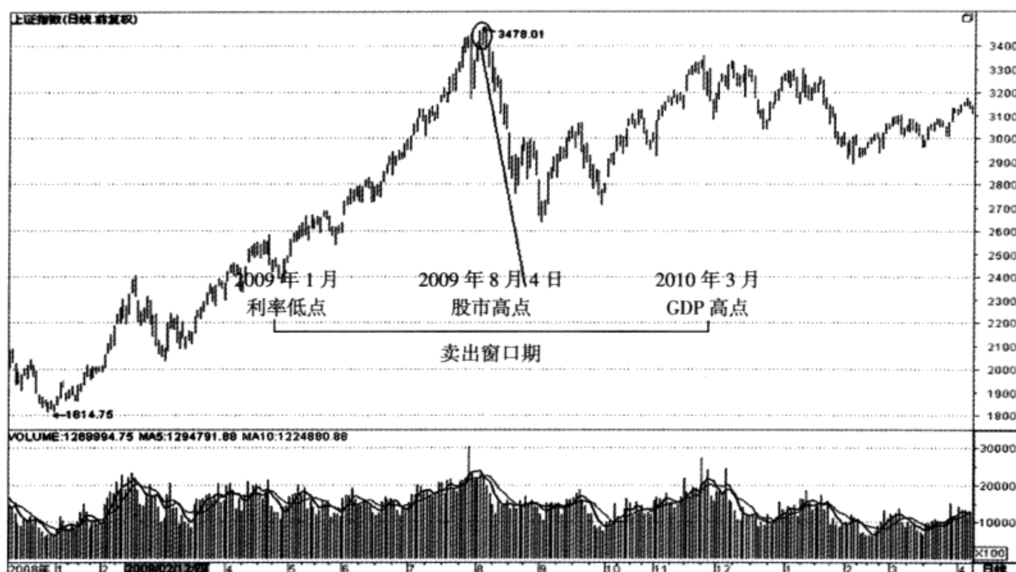


图 1–64 股票熊市开始的窗口期位于利率低点和 GDP 高点之间（2）

率分布和风险偏好变化这么理论化的一面，他只是感性地谈到了流动性增加会使得对股票的需求增加。在供给不变的情况下，需求增加会直接导致股价的飙升。

为什么马丁·茨威格如此重视流动性变化对股市走势的影响，这还要追溯到他对本杰明·格雷厄姆关于证券分析的认识过程。马丁·茨威格大学学的专业是金融学，他自己将大半的时间都花在了研究股市上面。当时的金融学课程中关于股市投资的部分主要涉及本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的《证券分析》一书。这本书奠定了华尔街价值分析的百年传统，其主要的思想就是买入那些价值显著高于价格的股票，并且在价格回归价值的过程中卖出。但是，这一理论主要是针对个股选择的，对于股市大盘的周期性涨跌并没有任何指导意义。更为重要的是，格雷厄姆本人也因为在 1929 年的大崩盘中亏损严重而不得不依靠教职为生。马丁·茨威格回忆到：在沃顿商学院求学的四年中，格雷厄姆这套东西没有让我明白市场整体是如何变化的，对于股市自身的价格运动，参与群体的情绪变化，以及美联储的货币政策对股市的影响，大学的课程都没有提到……

后来，马丁·茨威格经人指点开始阅读杰西·李默佛的相关书籍，这时他开始注意股市本身的运动规律。再后来，他创建了用于观察和分析市场情绪的指标，这就是看跌/看涨比率，这是一个基于期权数据计算出来的比率，在今天的股票、商品期货和外汇市场都有所运用。其主要思路是通过基本金融品对应的期权来计算出这个比率，然后用来推断基本金融品参与者的情绪和心理。最后，马丁·茨威格开始发现货币流动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对股市的重要影响，这样茨威格的整个体系就建立起来了。马丁·茨威格的这个体系与本书的前言有一些对应关系，马丁·茨威格强调市场情绪和流动性，而我们强调市场预期和资金流向。

在“利率（驱动因素）—情绪（心理因素）—指数（行为因素）”的茨威格循环中，我们首先来看指数这个环节。机构交易者和成熟的个人交易者都非常关注大盘指数的运动轨迹。在美国股市大盘指数通常指三大股指，分别是道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标准普尔 500 指数，当然，也要关注罗素 2000 指数（见图 1-65）。而在 A 股市场，股市大盘指数则通常指上证指数（见图 1-66）、深成指（见图 1-67）和沪深 300 指数（见图 1-68）。当然，也要关注中小板指数（见图 1-69）和创业板指数（见图 1-70）。指数的走势直接涉及我们的盈亏，但是只研究指数是不够的，还应该研究引发指数运动的原因，这就是市场心理和资金，马丁·茨威格认为市场心理是市场分析过程中重要的一环。

看涨/看跌比率是马丁·茨威格在进行市场分析时的主要手段，这个比率可以来自于市场情绪调查问卷，也可以来自于期权多空持仓状况，比如图 1-71 显示的标准普尔 500 指数的多空情绪指标。指数是一个子循环，市场情绪则是另外一个子循环，马丁·茨威格

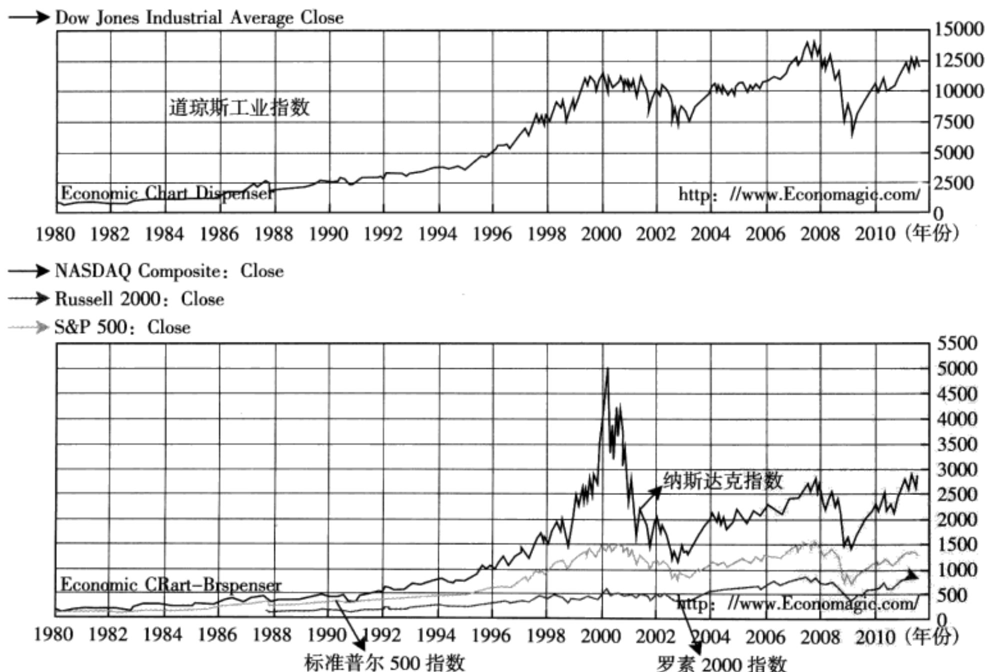


图 1-65　美国股市大盘指数

资料来源：www.Economagic.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1–66　上证指数

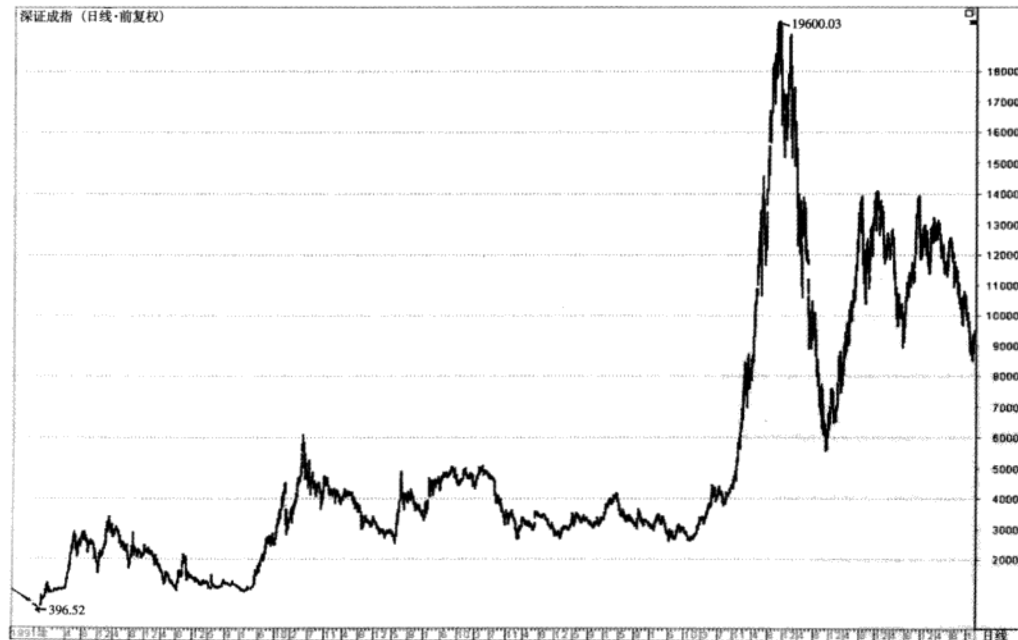


图 1–67　深成指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-68 沪深 300 指数



图 1-69 中小板指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 1-70 创业板指数

认为两者可以相互验证，除此之外还有一个子循环，涉及货币政策（利率和流动性）。

主流金融学认为利率主要通过两条途径影响股票价格：一是资产结构调整效应；二是财富传导效应。这两条途径分别通过股票交易者和上市公司起作用。对于股票交易者来说，当利率下降时，会使股票交易的机会成本下降，从而导致交易者进行资产组合的结构调整，增加资产组合中对股票的需求，导致股票价格上涨。资产结构调整效应还可以从相反的渠道，通过股票价格的变化而影响利率的变动，两者具体的影响路径与金融体系中市场主导作用的或机构主导作用的相对权重有关。对股票交易者来说，利率的降低使得股票和长期债券价格上升，增加投资者收益，使人们觉得更加富有，从而人们会增加实物商品和劳务消费支出，进而影响产出水平。对企业来说，利率的降低引起社会总供求环境的变化，改变了企业的经营环境，引起企业投资的资本成本降低并增强投资者的预期，促使投资与消费的增长，通过社会总需求的增长，导致股票价格的上涨。财富效应同样可以从相反的渠道，通过股票价格的变化而影响利率的变动。

就我们交易者的观点而言，利率变化其实改变了两个金融市场关键因素：第一个是收益率差；第二个是风险偏好。这两者其实决定了金融资产间的相对波动幅度。利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



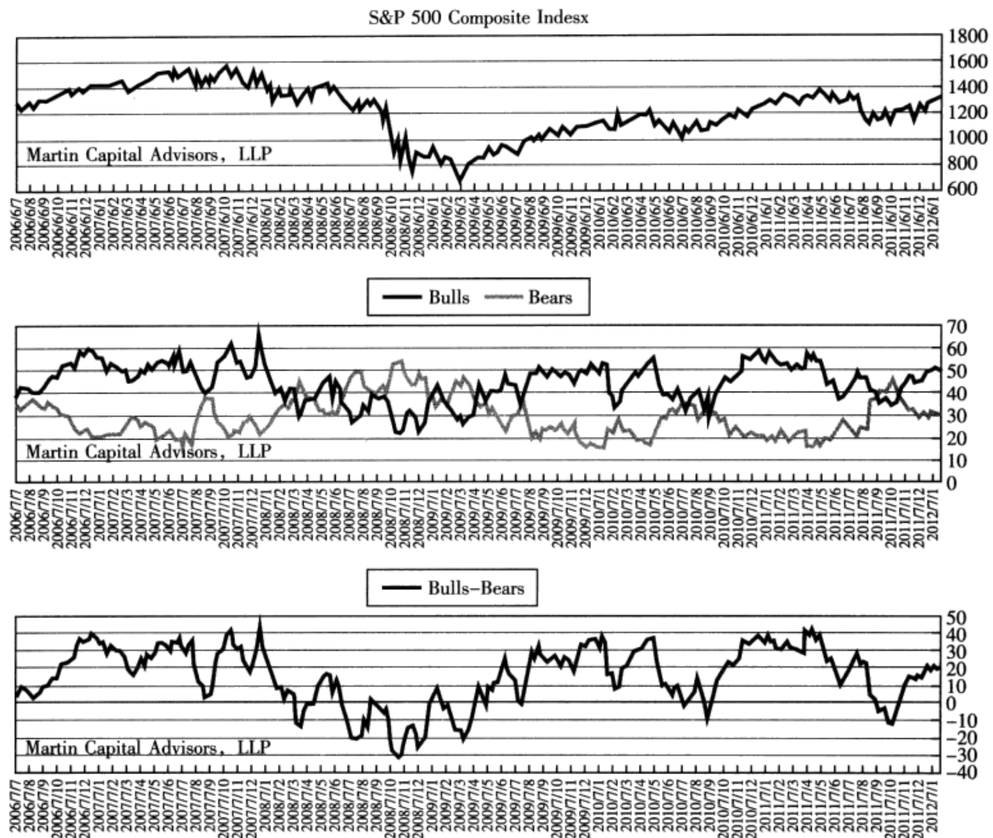


图 1–71 标准普尔 500 指数的多空情绪指标

率变化会改变基准收益率，进而改变固定资产相对于风险资产的收益率差。另外，利率变化会导致流动性发生变化，进而改变市场参与主体的风险偏好。**资产间的收益率差以及投资者的风险偏好同时发生显著改变肯定会引发金融市场的大行情。**因此，马丁·茨威格心中最为重要的子循环涉及利率（流动性）的周期循环，而这与央行的利率政策（货币政策）密切相关。因此，马丁·茨威格周期的第三个子循环主要是关注“联邦基金利率”（见图 1–72）走势。当然，货币政策的另外一面则是货币供给量，比如 M1 和 M2。国内的研究已经表明**美国股市走势与美联储的货币供应量密不可分**（见图 1–73~图 1–75）。马丁·茨威格循环不仅与跨市场分析有关，而且还涉及了下一课的主题，也就是“流动性”分析。

除了上述马丁·茨威格关于大盘走势的模型之外，他的一些有关指数判断的经典语句我们也觉得有必要罗列如下，对于大家驰骋股海非常有用：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



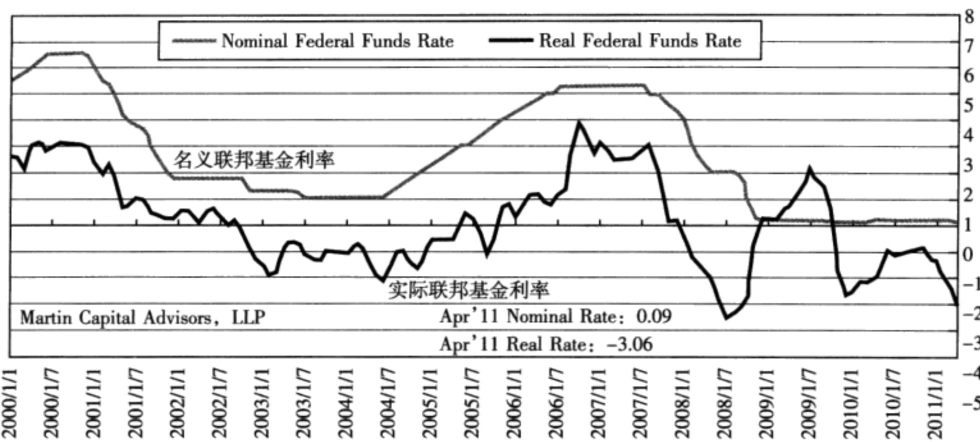


图 1-72 联邦基金利率走势

资料来源：Martin Capital。

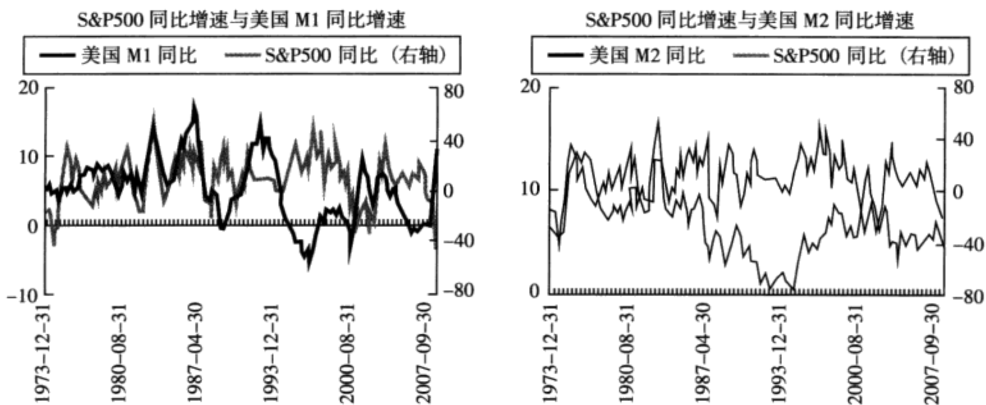


图 1-73 美国重要股市指数与货币供应量（流动性）关系（1）

资料来源：Wind，宏源证券。

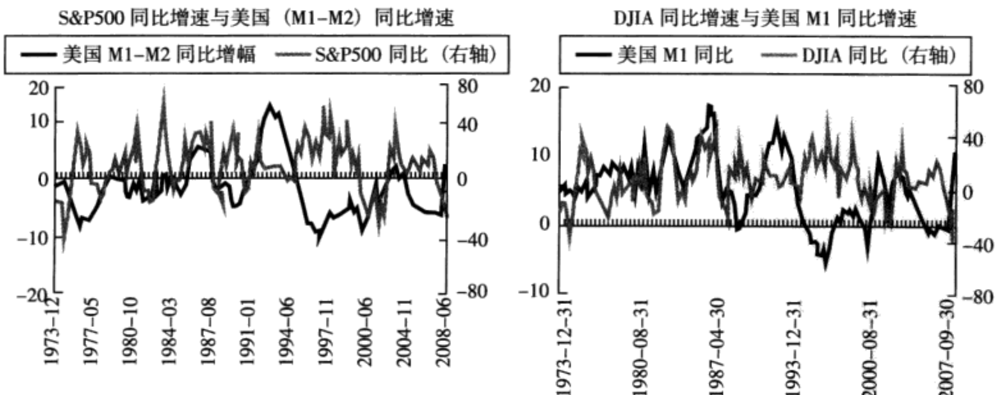


图 1-74 美国重要股市指数与货币供应量（流动性）关系（2）

资料来源：Wind，宏源证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

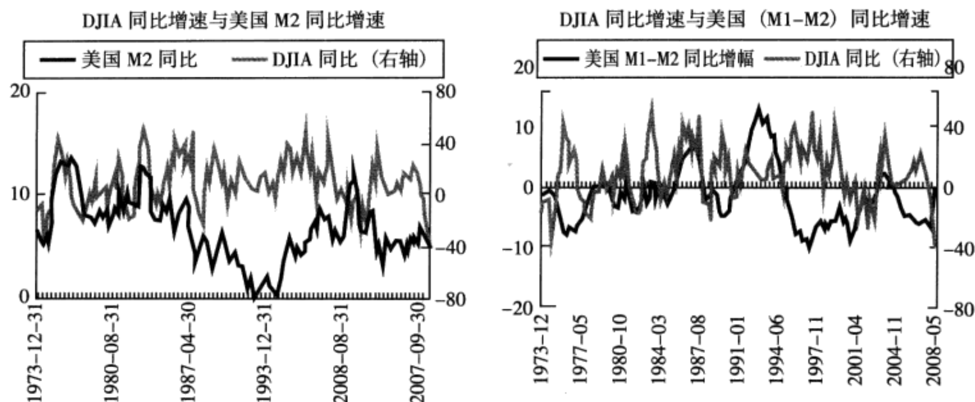


图 1-75 美国重要股市指数与货币供应量（流动性）关系（3）

资料来源：Wind，宏源证券。

● 我分析的是可能性，而不是确定性，因此具体的策略可能比空洞的理论更为有用。

● 每周我都会花上半个小时的时间来关注那些重要的数据。

● 大盘指数是交易决策的最终仲裁者，我的核心原则之一是**别和指数较劲**。

● **股票市场的主要风向标是货币因素**……同时，我也密切关注市场群体的乐观和悲观情绪。

● 交易者只有朝着正确的方向，顺应市场大势才能赚到大钱。

● 在最低点之上一点买入，在最高点之下一点卖出是个明智的选择。

● 纪律是最为重要的。

● **重中之重的做法是随时关注大盘指数和利率的变动情况。**

● 必须采取理智的态度来控制风险。

在本课我们有四个重点，分别是美林投资时钟和三个循环。这四个工具将帮助我们从经济周期和跨市场的角度定位股市大势。下一课我们将介绍直接与股市大势相关的具体宏观变量——流动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



流动性分析：人民币的近端供给和美元的远端供给

利率就像是投资上的地心引力一样。

——沃伦·巴菲特

传统的金融教育课程遗漏了什么？心理学和流动性理论。

——罗素·纳皮尔

每次泡沫的基本面因素都不一样，但是流动性驱动是相同的。

——戈登·佩尔

牛熊转换的背后是资金的转换、市场情绪的转换、市场估值水平的理性回归，反映的是经济深层次的矛盾变化。

——李晓伟

股市持续上涨的充分必要条件就是资金不断加速流入。流动性环境对股票市场具有很大的影响，早在第一课中我们就已经谈到了这一点，不过在本课中我们将专门而深入地介绍这一点。

股票市场与经济周期并不完全同步，有两个原因：第一个原因是上市公司成分与经济运行中的公司成分不符，这是中国 2005 年之前的情况。第二个原因就是流动性，这是本课要谈到的重要问题。过去 40 年，美国 GDP 增长不到 3 倍，而道琼斯指数却上涨了超过 16 倍，其中最为重要的原因是货币供应的加速扩张导致大量流动性货币涌入股市不断推高美股价格。美国 1975 年和 2009 年的股票市场走势非常相似，都是因为极端宽松的货币政策导致了股市大幅上涨（见图 2-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



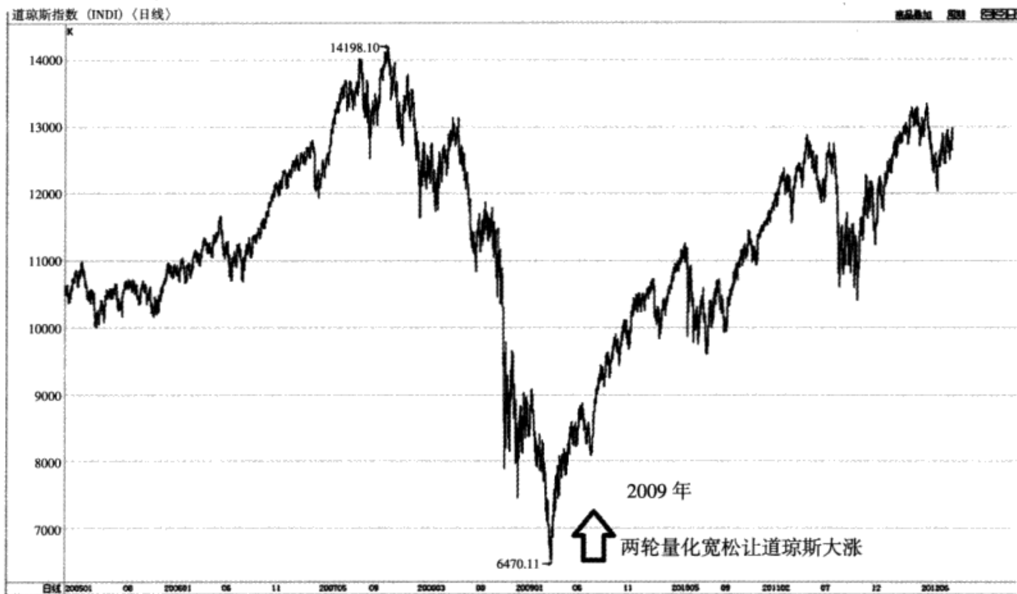


图 2-1 2009 年量化宽松导致美股暴涨

理论和历史表明货币供应量的增加会导致对股票的需求增加，随着货币供应增加而对货币的需求大体不变，这样就会导致人们调整自己的资产负债表，进而将多余的货币投入到其他资产上，而股市就是这些资产中最为重要的一种。中国 A 股是新兴市场，交易者对于公司的业绩更为漠视，因此货币供应量的变化对股市的影响非常大。每次流动性由偏紧转向宽松的时候，都会带来 A 股市场的大幅上涨，资金面对 A 股市场影响显著。

不少股票短线交易者对 A 股市场的大盘走势非常迷惑，看不清楚其最本质影响因素，主要还是流动性，因为**流动性决定了 A 股市场的估值中枢。流动性充裕，风险偏好就强**，利率也低，相应的 E/P 就低，反过来 P/E（市盈率）就高；**流动性缺乏，风险偏好就弱**，利率也高，相应的 E/P 就高，反过来 P/E 就低。这是流动性引发风险偏好的变化，进而影响市盈率。

流动性还能引发经济各主体的资产负债表变化，而这会导致整个经济的资产重置行为，进而引发资产价格的大幅波动。流动性宽裕，企业债务负担较轻，现金流充足，投资冲动十足，上市公司业绩表现不错。流动性宽裕，商业银行放贷条件宽松，放贷冲动十足，消费和投资贷款大量增加，刺激了经济的活跃。流动性宽裕，居民消费贷款和放贷相对容易，有调整现金资产的需要，这时候对理财产品和股票的需求增加。当流动性紧缩的时候，一切就反过来了。所以，流动性还能引发资产负债表的变化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这与风险偏好变化一起最终导致股票在内的资产市场波动。

流动性对大盘的影响是第一位的，业绩对大盘的影响是第二位的，搞清楚这个才能判断清楚大盘。货币政策对大盘影响直接而显著，如果流动性宽裕，而股市没有巨大的政策性利空（如以前的国有股减持而不支付对价的政策预期等），那么资金的一部分就会先进入股市，赚钱效应带动更多的资金进入股市，这样股市就会出现牛市。2008~2009 年超级宽松的流动性就是 2009 年牛市的助产士，M2 从 50 万亿美元到 75 万亿美元，流动性宽松了，超过了美联储的操作。

回顾 1990~2010 年的五次 A 股大牛市，每一次都随着流动性的超级宽松和资金涌入股票市场。第一次大牛市从 1991 年持续到 1993 年，上证指数从 100 点上涨到 1558 点。开户人数从零增加到几百万，股票只有几十只。第二次大牛市从 1996 年持续到 1997 年 5 月，上证指数从 512 点上涨到 1510 点。开户数量从几百万户增加到两千多万户，银行利率大幅下降，储蓄资金大量进入股市。当市场表现较好的时候就会有更多的储蓄资金进入股市，如果市场较差，那么资金就会流出股市。居民储蓄的变化与股市的变化有一定关系，居民储蓄往往是股市的助推器，习惯于火上浇油，而不是雪中送炭。**储蓄分流具有很强的波动性，市场的走势往往引导着储蓄资金的流动，这类资金的特点就是"追涨杀跌"，资金流入缺乏长期性和持久性，应该算得上是典型的"热钱"。**这类资金要么直接进入股市，要么通过公募基金进入股市，由于这类资金习惯于"追逐过去"，所以市场好的时候，基金理财产品也热门，基金非常容易发行的时候，往往也就是股市见顶的时候，因为这表明资金宽裕得不能更宽裕了。而当市场真正底部出现的时候，基金理财产品却遭受冷遇。基金的仓位与股市的顶底也有明确的关系，这个可以从第十课的内容掌握。只有随着养老金和保险资金大规模入市才能从根本上改变这种"追涨杀跌"的非理性本质。储蓄资金的进出可以从中登公司的官方网站上查询证券开户数目推断出来，同时还应该结合人民银行的金融数据，特别是有关商业银行储蓄变化的数据。一般而言，**当银行定期存款增速和规模达到顶峰时，股市的底部往往也就出现了。**随着股市的活跃，资金就会持续从银行搬家到股市。第三次大牛市从 1999 年持续到 2001 年，从 1000 点上涨到了 2245 点。亚洲金融危机之后，信贷非常宽松，社会闲散资金多。开户人数从两千多万增加到六千多万。第四次大牛市从 2005 年 6 月持续到 2007 年 10 月，上证指数从 998 点上涨到 6124 点。基金规模呈爆炸性增长，投资者开户数上涨到 1.3 亿户，大量的外汇占款使得国内流动性异常宽松。第五次大牛市从 2008 年 11 月持续到 2009 年 8 月，上证指数从 1664 点上涨到 3478 点。管理层采取了超级宽松的货币政策，使得股票市场大幅上涨，特别是中小盘股票。从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这几次牛市的发展可以看到流动性和资金大规模流动对行情的决定性影响。

散户知道这些吗？估计只当故事听听罢了。本书的读者可不能这样一笑置之，因为流动性是大盘最显而易见的影响因素，你完全可以通过查看 M1 和 M2 的走势，以及央行的货币政策来跟踪流动性的变化。做大事要选格局，股票交易要风生水起，也要选格局，**最大的格局就是流动性。没有好的局，高手绝不出手！**善战者，胜于易胜者也！诸葛亮就不是一个善战者，此点与司马懿相比相去甚远。大智者选择容易下的棋局，而聪明者则力图走好一局别人选择的棋。人挪活，为什么能活，**换一个地方，人生的格局就换了一下。**巴菲特善于选局，终成大器！

流动性和业绩是看大势的关键，做个股短线要看题材，但是**只有业绩持续向好的题材才有生命力，**主力才敢大干一场，否则做上去了没有对手盘。某些短线题材，缺乏实质性支持的题材我们也会用点小资金做着玩，但主要火力还是配置在有业绩支持的题材个股上。当然，个股的选择上你持股的期限不同对这两个因素的排序也就不同。但是，**流动性的谷底增加了股票投资者的购买力，**或者降低了持股成本，给足了安全空间。

牛市可以分为业绩驱动型和资金驱动型，任何牛市都是这两种类型的复合型，只不过某一型占比更高而已。2005 年 6 月到 2007 年的大牛市就是业绩驱动型和资金驱动型混合型，因此爆发力十足，而 2009 年的牛市则主要是资金驱动型，当然也有业绩驱动的因素。**业绩驱动为主的牛市持续时间更长，上涨空间更大，而资金驱动为主的牛市爆发性更强，小盘股表现更好。**

央行的货币政策和市场上实际的流动性变化是股票市场大方向的决定性因素之一，而**流动性变化具有趋势性，这种趋势性会持续一年以上，因此股票市场的趋势也会持续一年以上。**关注流动性环境可以帮助我们做好股票短线交易的策略，**在流动性充裕的环境中，持股时间应该更长，以主题行情和波段操作为主；而在流动性短缺的环境中则应该缩短持股时间，以短期热点和题材的操作为主。**

流动性的变化可以从两个角度进行理解：第一个角度是利率的角度；第二个角度是货币供应量的角度。首先，再温习一下利率与股市的关系，利率如果较高，那么在每股收益既定的情况下，每股价格就需要下降，只有这样用市盈率倒数（E/P）表示的股市收益率才能接近固定收益产品。相反情况下，如果利率水平较低，那么在每股收益既定的情况下，每股价格就可以上升。也就是说，利率作为一个基准收益率对股票市场的资金起着分流的作用。其次，利率也影响上市公司的整体业绩，特别是那些资产负债率较高的公司，比如航空股和钢铁股。当利率上升时，只要有负债的公司都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或多或少地受到负面影响，导致经营绩效下降。不过，利率主要对资产的收益率差产生影响，进而引导资金的流向，真正决定有多少资金在资产之间流动的因素还是货币供应量。当然，利率体系是多层次的，我们需要关注的不仅仅是央行能够直接控制的利率指标，对于民间借贷这类非官方利率也要密切关注，因为后面这种指标往往更明确地表现出了市场上真实的流动性状况。

我们一般会观察温州的民间借贷利率，因为江浙一带的民间资本是股票市场和期货市场的重要力量，最厉害的股票短线高手主要聚集在宁波一带，或者是从宁波走出来的，而最厉害的期货短线高手则主要聚集在杭州一带，或者是从杭州走出来的。既然中国最厉害的股期高手都集中在沪宁杭一带，而上海作为亚太的金融中心之一，这使得我们不得不关注长三角地区的民间资本状况，而温州民间借贷利率的数据也容易被取得。如果温州出现民间借贷利率高企的情况，则表明市场流动性存在问题，一般而言在流动性大肆放松后如果开始收紧则会出现高利贷。所以，高利贷的出现反映了官方流动性开始收紧对温州过度扩展资本的影响。

我国影响流动性的货币政策工具主要有公开市场业务、存款准备金、中央银行贷款（再贴现）、利率政策等。我们逐一了解一下，首先是公开市场业务。在多数发达国家，公开市场操作是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行与指定交易商进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作于 1994 年 3 月启动，人民币公开市场操作于 1998 年 5 月 26 日恢复交易，规模逐步扩大。自 1999 年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作的重要工具，对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极的作用。

中国人民银行从 1998 年开始建立公开市场业务一级交易商制度，选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象，目前公开市场业务一级交易商共包括 40 家商业银行。这些交易商可以运用国债、政策性金融债券等作为交易工具与中国人民银行开展公开市场业务。

从交易品种看，**中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。**其中回购交易分为正回购和逆回购两种，正回购为中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为。**正回购为央行从市场收回流动性的操作，正回购到期则为央行向市场投放流动性的操作。**逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，**逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购到期则为央行从市场收回流动性的操作。

现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。

从 2002 年开始，中央银行票据，简称央票，成为我国公开市场操作的主要工具。**中央银行票据即中国人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。**央票主要有三个月、六个月、一年和三年，债券市场的分析师往往对这个市场有较为理性和高效的判断，而股票市场关心央票发行的人较少。因此，**为了做好股票交易我们也必须关注央票的发行情况，听听债券分析师的意见和看法。**总体而言，固定收益分析师的报告较为客观和理性，这点比股票分析师要强很多。

那么，央票与 A 股市场到底有怎样的关系呢？**中国货币政策调整前夕往往会在央票上有多动作。**而货币政策的变化对于流动性有很大影响，自然就对股市的变化有很大的影响。具体而言，央票上的动作有些什么指示意义呢？央票发行的品种、规模和频率都具有重要的指示意义。先谈谈央票发行品种的指示意义，一般而言，**半年期的央票是利率政策出现阶段性变化的信号，**也就是加息周期中是否即将出现新的一次加息或者降息周期中是否出现新的一次降息的信号。而**一年期央票和三年期央票则涉及更加强烈的信号，这两种央票的发行与否往往涉及利率调整周期结束或者开始的信号。**另外，一年期央票发行的利率往往反映了政策面信号的变化。

这里补充一下，我们经常用到的一个分析框架（这个框架主要用来分析债券市场的趋势性变化，而这种趋势性变化会影响股票市场）：**银行间市场 7 天回购利率反映了市场资金面的变化，一年期央票发行利率反映了政策面的变化，10 年期国债利率的变化更多地反映了经济基本面的变化。一般而言，基本面先于政策面发生变化，而政策面先于资金面发生变化。通过这三个指标我们可以较为有效地判断出货币政策、债券市场和金融流动性的变化。**

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金，金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。存款准备金制度是在中央银行体制下建立起来的，世界上美国最早以法律形式规定商业银行向中央银行缴存存款准备金。存款准备金制度的初始作用是保证存款的支付和清算，之后才逐渐演变成为货币政策工具，**中央银行通过调整存款准备金率，影响金融机构的信贷资金供应能力，从而间接调控货币供应量。**

存款准备金本来是用于保证支付安全的，在中国却成了对抗热钱的一种工具。**存**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款准备金率提高的话意味着市面上流通的资金量下降了，相应地流入股市的资金量也因此下降了。一般股票市场上的参与者都会相对孤立地来看待存款准备金率的变化，调低存准率被简单地视为利多，而调高存准率则被简单地视为利空。其实，调存准率本身对市场的影响是简单的，降低存准率有利于增加市场流动性，而提高存准率则有利于减少市场流动性。但是，我们不能忽略了经济周期这个大前提，**在经济下滑的时候，下调存准率只是进一步确认了经济下滑的速度，因此熊市中调低存准率往往只是高开低走，或者直接就是低开低走。**而在牛市中，经济往往是向上的，这时候存准率上调只不过确认了经济上升的速度，因此**牛市中上调存准率往往只是低开高走，或者直接就是高开高走。**头两次调存准率的力量并不足以扭转市场的趋势，往往**要多次调整存准率之后市场趋势才会接近尾声**，这一点是我们做股票的投机客要注意的，不要简单地将存准率调整与多空走势画等号，**更需要注意的是，调存准率确认了经济处于什么阶段，只有衰退阶段才会不断调低存准率，只有繁荣和滞胀阶段才会不断调升存准率。**所以，我**们要关心的往往是第一次上调和下调存款准备金率，**这往往意味着进入到经济周期的新阶段，流动性也进入到一个反向时期。我们来看一个具体的例子，2010 年 1 月 12 日中国人民银行宣布决定从 1 月 18 日起上调存款准备金率 0.5 个百分点。这是第一次上调存款准备金率，也就是说，此前存款准备金率一直是下调的，现在流动性步入一个反向阶段——收紧阶段（见图 2–2）。既然流动性转而收紧，那意味着可以流入股市的资金有越来越少的趋势。2010 年 1 月 13 日股市低开 77 点，收盘下跌 101 点。表 2–1 显示了自 2007 年以来存款准备金率调整对股市的短期影响。

表 2–1 自 2007 年以来存款准备金率调整对股市的短期影响

公布日期	大型金融机构			中小型金融机构			股市
	调整前（%）	调整后（%）	幅度（%）	调整前（%）	调整后（%）	幅度（%）	沪指（%）
2012 年 2 月 18 日	21.00	20.50	–0.50	17.50	17.00	–0.50	0.30
2011 年 11 月 30 日	21.50	21.00	–0.50	18.00	17.50	–0.50	2.29
2011 年 06 月 14 日	21.00	21.50	0.50	17.50	18.00	0.50	–0.95
2011 年 05 月 12 日	20.50	21.00	0.50	17.00	17.50	0.50	0.95
2011 年 04 月 17 日	20.00	20.50	0.50	16.50	17.00	0.50	0.22
2011 年 03 月 18 日	19.50	20.00	0.50	16.00	16.50	0.50	0.08
2011 年 02 月 18 日	19.00	19.50	0.50	15.50	16.00	0.50	1.12
2011 年 01 月 14 日	18.50	19.00	0.50	15.00	15.50	0.50	–3.03
2010 年 12 月 10 日	18.00	18.50	0.50	14.50	15.00	0.50	2.88
2010 年 11 月 19 日	17.50	18.00	0.50	14.00	14.50	0.50	–0.15
2010 年 11 月 10 日	17.00	17.50	0.50	13.50	14.00	0.50	1.04
2010 年 05 月 02 日	16.50	17.00	0.50	13.50	13.50	0.00	–1.23

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

公布日期	大型金融机构			中小型金融机构			股市
	调整前（%）	调整后（%）	幅度（%）	调整前（%）	调整后（%）	幅度（%）	沪指（%）
2010 年 02 月 12 日	16.00	16.50	0.50	13.50	13.50	0.00	-0.49
2010 年 01 月 12 日	15.50	16.00	0.50	13.50	13.50	0.00	-3.09
2008 年 12 月 22 日	16.00	15.50	-0.50	14.00	13.50	-0.50	-4.55
2008 年 11 月 26 日	17.00	16.00	-1.00	16.00	14.00	-2.00	-2.44
2008 年 10 月 08 日	17.50	17.00	-0.50	16.50	16.00	-0.50	-0.84
2008 年 09 月 15 日	17.50	17.50	0.00	17.50	16.50	-1.00	-4.47
2008 年 06 月 07 日	16.50	17.50	1.00	16.50	17.50	1.00	-7.73
2008 年 05 月 12 日	16.00	16.50	0.50	16.00	16.50	0.50	-1.84
2008 年 04 月 16 日	15.50	16.00	0.50	15.50	16.00	0.50	-2.09
2008 年 03 月 18 日	15.00	15.50	0.50	15.00	15.50	0.50	2.53
2008 年 01 月 16 日	14.50	15.00	0.50	14.50	15.00	0.50	-2.63
2007 年 12 月 08 日	13.50	14.50	1.00	13.50	14.50	1.00	1.38
2007 年 11 月 10 日	13.00	13.50	0.50	13.00	13.50	0.50	-2.40
2007 年 10 月 13 日	12.50	13.00	0.50	12.50	13.00	0.50	2.15
2007 年 09 月 06 日	12.00	12.50	0.50	12.00	12.50	0.50	-2.16
2007 年 07 月 30 日	11.50	12.00	0.50	11.50	12.00	0.50	0.68
2007 年 05 月 18 日	11.00	11.50	0.50	11.00	11.50	0.50	1.04
2007 年 04 月 29 日	10.50	11.00	0.50	10.50	11.00	0.50	2.16
2007 年 04 月 05 日	10.00	10.50	0.50	10.00	10.50	0.50	0.13
2007 年 02 月 16 日	9.50	10.00	0.50	9.50	10.00	0.50	1.41
2007 年 01 月 05 日	9.00	9.50	0.50	9.00	9.50	0.50	2.49



图 2–2　存准率上升周期开启

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中央银行贷款（再贴现）是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。在我国，中央银行通过适时调整再贴现总量及利率，明确再贴现票据选择，达到吞吐基础货币和实施金融宏观调控的目的，同时发挥调整信贷结构的功能。自1986年人民银行在上海等中心城市开始试办再贴现业务以来，再贴现业务经历了试点、推广到规范发展的过程。

1986年，针对当时经济运行中企业之间严重的贷款拖欠问题，人民银行下发了《中国人民银行再贴现试行办法》，决定在北京、上海等十个城市对专业银行试办再贴现业务。这是自人民银行独立行使中央银行职能以来，首次进行的再贴现实践。

1994年下半年，为解决一些重点行业的企业贷款拖欠、资金周转困难和部分农副产品调销不畅的状况，中国人民银行对"五行业、四品种"（煤炭、电力、冶金、化工、铁道和棉花、生猪、食糖、烟叶）领域专门安排100亿元再贴现限额，推动上述领域商业汇票业务的发展。

1995年末，人民银行规范再贴现业务操作，开始把再贴现作为货币政策工具体系的组成部分，并注重通过再贴现传递货币政策信号，并根据金融宏观调控和结构调整的需要，不定期公布再贴现优先支持的行业、企业和产品目录。

自1998年以来，为适应金融宏观调控由直接调控转向间接调控，加强再贴现传导货币政策的效果、规范票据市场的发展，人民银行出台了一系列完善商业汇票和再贴现管理的政策。改革再贴现、贴现利率生成机制，使再贴现利率成为中央银行独立的基准利率，为再贴现率发挥传导货币政策的信号作用创造了条件。

自2008年以来，为有效发挥再贴现促进结构调整、引导资金流向的作用，人民银行进一步完善再贴现管理。

再贴现规模总体较小，因此对于流动性的影响并不显著，自然对于股市的影响也就比较小。对于当前的A股短线交易者而言，关心再贴现的意义不大，应该将关注的重心放在存准率和利率的变化上。但是，随着金融市场的逐步发展和完善，再贴现市场也可能随着规模的扩大对整个经济的流动性产生重要影响，如果出现了这种格局，那么作为一个股票交易者就必须对再贴现率的变动密切关注了。

利率政策是我国货币政策的重要组成部分，也是货币政策实施的主要手段之一。中国人民银行采用的利率工具主要有：调整中央银行基准利率、调整金融机构法定存贷款利率、制定金融机构存贷款利率的浮动范围、制定相关政策对各类利率结构和档次进行调整等。近年来，中国人民银行加强了对利率工具的运用。利率调整逐年频繁，利率调控方式更为灵活，调控机制日趋完善。随着利率市场化改革的逐步推进，作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



货币政策主要手段之一的利率政策将逐步从对利率的直接调控向间接调控转化。利率作为重要的经济杠杆，在国家宏观调控体系中将发挥更加重要的作用。

利率变化与股市趋势密切相关，但是却不是大众认为的那样是简单的多空关系。一般大众认为降息增加了市场流动性，所以降息对股市是利好的，而加息则减少了市场流动性，所以加息对于股市是利空的。这种判断忽略了降息和加息的背景，降息往往出现于经济衰退阶段，因此降息提供了流动性可能只是弥补了因为经济衰退导致的惜贷情况，甚至可能还存在缺口。而加息往往出现于经济繁荣和滞胀时期，因此加息可能只是提供了资金借贷的成本，但却不足以抵消实体经济对资金的强烈需求。**一旦步入加息周期，意味着经济进入上升趋势，因此头几次加息往往确认了经济上行趋势，因此加息后股市继续上扬。**只有连续加息之后，经济增长趋缓，这时候股价往往就转入震荡筑顶阶段。**一旦步入降息周期，意味着经济进入下行趋势，因此头几次降息往往确认了经济下行趋势，因此降息后股市继续下跌。**只有连续多次降息之后，股市才会震荡筑底。因此，每次熊市的时候，总有不少“经济专家”和散户将降息简单地等同于股市转牛，或者是每次牛市的时候，同样有不少“专家学者”和散户将加息简单等于同股市转熊。市场的主力非常喜欢媒体和散户的这种倾向，因为正是散户的这种倾向让他们频繁进出股市，这样就提高了个股的换手率，进而提供了散户持仓的平均成本，这样便于主力高位派发。

一般我们要注意两种情况下的利率调整：第一种情况是**多次降息后第一次加息或者是多次加息后第一次降息，这往往表明进入了加息或者降息周期，这时候往往是加息为利好，降息为利空。第二种情况是加息周期中的第四次加息或者降息周期中的第四次降息，这时候就不能简单地将加息看成利多，降息看成利空了，这时候需要看整体流动性和经济是否有见底预期。**基准利率调整前后股市涨跌与大势没有关系，只能作为一种历史参考依据（见表 2-2）。

表 2-2 基准利率调整和 A 股涨跌

数据上调时间	存款基准利率			贷款基准利率			消息公布次日指数涨跌	
	调整前（%）	调整后（%）	调整幅度（%）	调整前（%）	调整后（%）	调整幅度（%）	上海股票市场（%）	深圳股票市场（%）
2011 年 07 月 07 日	3.25	3.50	0.25	6.31	6.56	0.25	-0.58	-0.26
2011 年 04 月 06 日	3.00	3.25	0.25	6.06	6.31	0.25	0.22	1.18
2011 年 02 月 09 日	2.75	3.00	0.25	5.81	6.06	0.25	-0.89	-1.53
2010 年 12 月 26 日	2.50	2.75	0.25	5.56	5.81	0.25	-1.90	-2.02
2010 年 10 月 20 日	2.25	2.50	0.25	5.31	5.56	0.25	0.07	1.23
2008 年 12 月 23 日	2.52	2.25	-0.27	5.58	5.31	-0.27	-4.55	-4.69

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

数据上调时间	存款基准利率			贷款基准利率			消息公布次日指数涨跌	
	调整前（%）	调整后（%）	调整幅度（%）	调整前（%）	调整后（%）	调整幅度（%）	上海股票市场（%）	深圳股票市场（%）
2008 年 11 月 27 日	3.60	2.52	–1.08	6.66	5.58	–1.08	1.05	2.29
2008 年 10 月 30 日	3.87	3.60	–0.27	6.93	6.66	–0.27	2.55	1.91
2008 年 10 月 09 日	4.14	3.87	–0.27	7.20	6.93	–0.27	–0.84	–2.40
2008 年 09 月 16 日	4.14	4.14	0.00	7.47	7.20	–0.27	–4.47	–0.89
2007 年 12 月 21 日	3.87	4.14	0.27	7.29	7.47	0.18	1.15	1.10
2007 年 09 月 15 日	3.60	3.87	0.27	7.02	7.29	0.27	2.06	1.54
2007 年 08 月 22 日	3.33	3.60	0.27	6.84	7.02	0.18	0.50	2.80
2007 年 07 月 21 日	3.06	3.33	0.27	6.57	6.84	0.27	3.81	5.38
2007 年 05 月 19 日	2.79	3.06	0.27	6.39	6.57	0.18	1.04	2.54
2007 年 03 月 18 日	2.52	2.79	0.27	6.12	6.39	0.27	2.87	1.59
2006 年 08 月 19 日	2.25	2.52	0.27	5.85	6.12	0.27	0.20	0.20
2006 年 04 月 28 日	2.25	2.25	0.00	5.58	5.85	0.27	1.66	0.21
2004 年 10 月 29 日	1.98	2.25	0.27	5.31	5.58	0.27	–1.58	–2.31
2002 年 02 月 21 日	2.25	1.98	–0.27	5.85	5.31	–0.54	1.57	1.40

虽然货币政策工具有很多种，但是我们主要还是关注货币政策作用的关键变量，也就是对股票市场会产生影响的货币变量。根据股票交易的心得我们认为 **M1 同比增速、同业拆借利率、银行间 7 天回购利率、央行票据回购和逆回购、十年期国债收益率是比较重要的货币变量。** 其中，M1 同比增速反映了流动性情况，与 A 股市场直接相关。而同业拆借利率和银行间 7 天回购利率则反映了资金面因素的短期变化，央行票据回购和逆回购反映了货币当局的政策面变化，十年期国债收益率则反映了整个经济的增长和通胀情况。

我们先来看 M1 同比增速与 A 股大势的关系。货币供应量的变化与股市的变化基本同步，有时候甚至是稍微领先的。货币供应量的度量指标通常为 M1 和 M2。招商证券的研究员罗毅先生通过研究发现，如果当 M1 增速接近 10%时投资深圳成指，增速超过 20%时卖出，1996 年至 2009 年 7 月累计收益率达到惊人的 9400%（见图 2–3）。

为了帮助读者更好地理解本课的内容，先对 M0、M1 和 M2 进行解释：

M0＝流通中现金（在银行体系以外流通的现金）

M1＝M0＋非金融性公司的活期存款

M2＝M1＋非金融性公司的定期存款＋储蓄存款＋其他存款

M1 反映经济中的现实购买力；M2 不仅反映现实的购买力，还反映潜在的购买力。若 M1 增速较快，则消费和终端市场活跃；若 M2 增速较快，则储蓄和中间市场活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



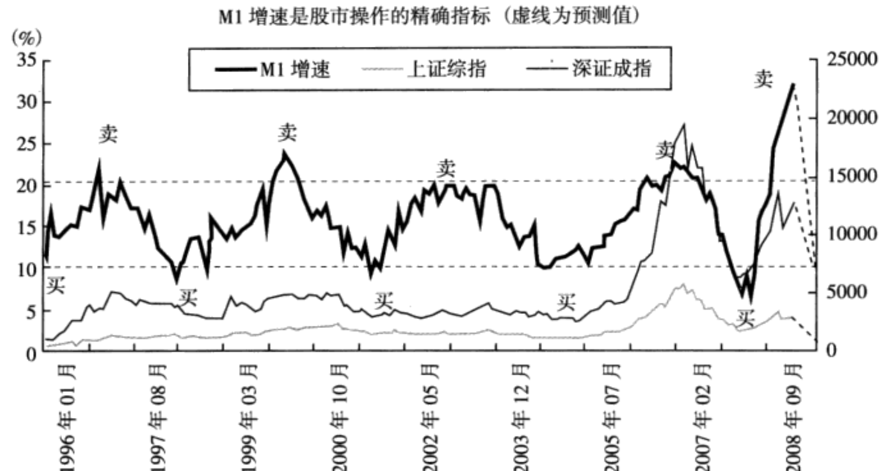


图 2-3　完全根据 M1 同比增速进行 A 股买卖

资料来源：招商证券研发中心。

跃。中央银行和各商业银行可以据此判定货币政策。在 M1 和 M2 两者当中，M1 与物价关系更加密切。当 M1 同比增速低于 10%的时候，通缩非常显著，这就促使政府将 M1 从底部拉上去；当 M1 同比增速高于 20%的时候，通胀非常显著，这就促使政府将 M1 从顶部打压下去（见图 2-4）。根据相关统计结果表明，M1 与物价和资产价格相关性很高（见图 2-5），而 M2 则与储蓄相关性很高，与物价没有显著相关性（见图 2-6）。物价和资产价格与储蓄存在负相关性，这是简单的推理就可以得到的结论。1980~2006 年，M1 增长率与一年期存款利率的相关系数为 18.42%，非常弱的正相关性，但是 M2

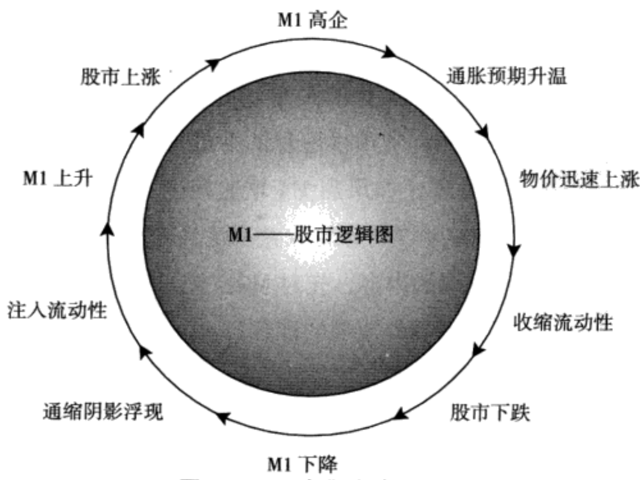


图 2-4　M1 与股市涨跌的逻辑

资料来源：罗毅；招商证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

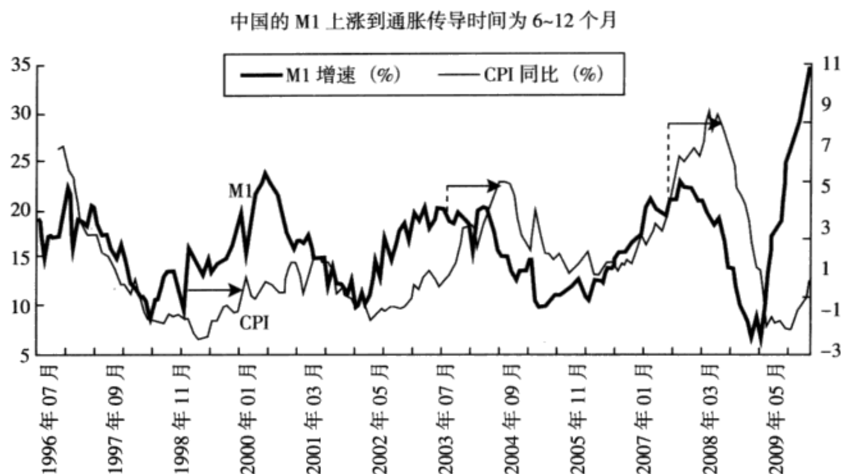


图 2-5 M1 与通胀率密切相关

资料来源：罗毅：招商证券研发中心，Wind。

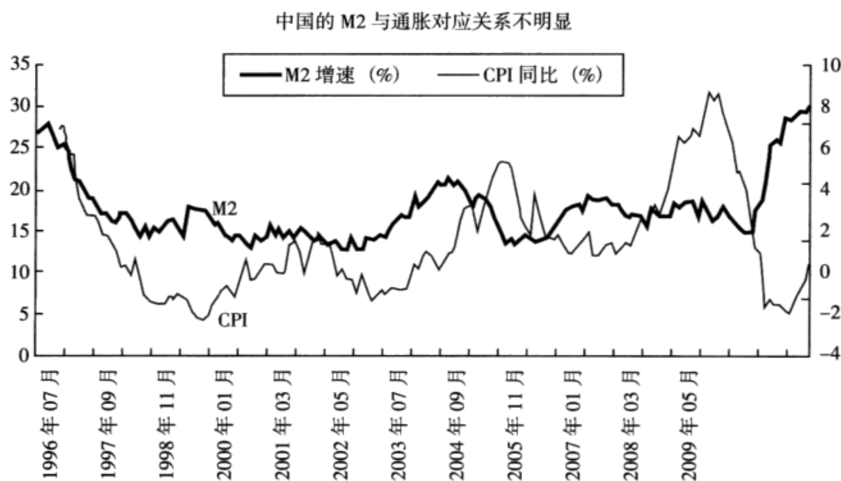


图 2-6 M2 与通胀率没有显著关系

资料来源：罗毅：招商证券研发中心，Wind。

与一年期存款利率的相关系数高达 72.82%。这意味着利率提高导致的储蓄增加会大幅提升 M2 的增速，但是却对 M1 没有什么影响。所以，M1 同比增速与证券资产和房地产的价格密切相关，见图 2-7 和图 2-8。

我们已经知道了 M1 与 A 股走势之间的显著相关性，那么到哪里可以查询到 M1 同比增速呢？怎样才能看到股指和 M1 的叠加走势呢？我们推荐 http://value500.com/，这个黄页网站提供了 M1 同比增速与上证指数、深综指以及深成指的叠加走势（见图 2-9 到图 2-11），另外还提供了 M1 与 M1-M2 的叠加走势（见图 2-12）。M1-M2 是 M1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



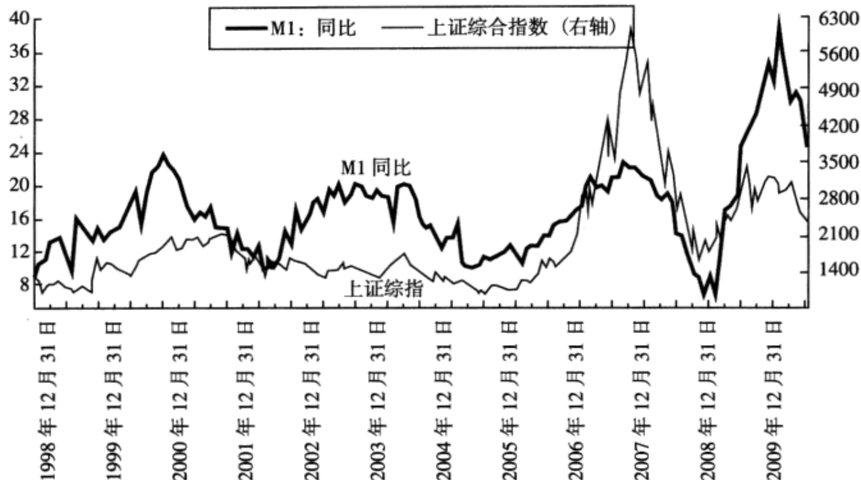


图 2–7 M1 同比增速与上证综合指数基本同步

资料来源：Wind，民生证券研究所。



图 2–8 M1 同比增速与房价基本同步

资料来源：Wind，民生证券研究所。

同比增速减去 M2 同比增速，这时指数与 M1 同比的走势是一致的，两者与股指是正相关性，与资产价格是正相关性。有些研究报告可能将 M1–M2 误写为 M2–M1，这是要注意的。

接着，我们介绍同业拆借利率与 A 股大盘的关系。因为准备金是保证银行偿债能力的重要条件，所以国家对银行准备金有一个法定的最低额，就是法定准备金。当一家银行不能达到这个法定准备金的时候，就必须想办法进行周转。其中向另一家准备金有盈余的银行借入资金就是一种方法，这种业务行为就叫银行拆借，即同业拆借。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



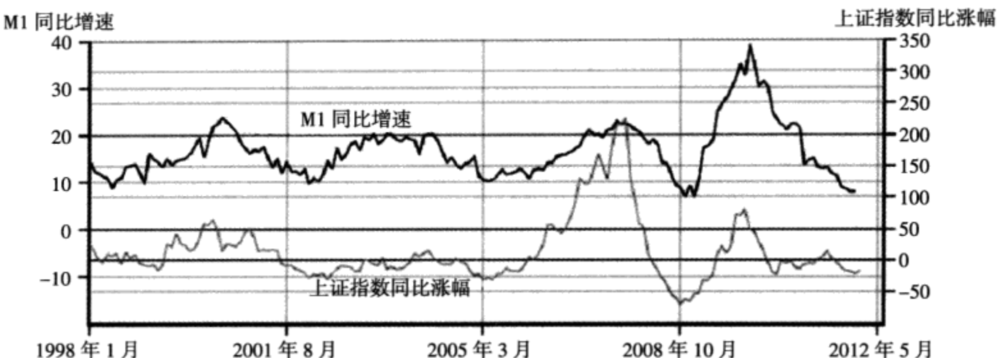


图 2–9 M1 同比增速与上证指数同比涨幅

资料来源：value500.com。

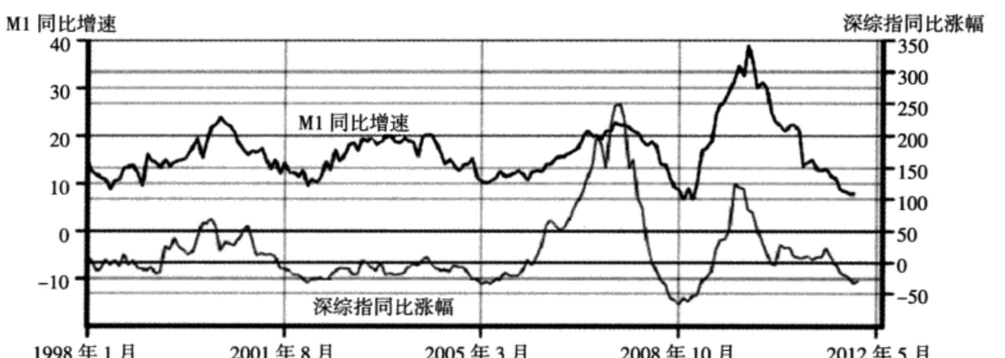


图 2–10 M1 同比增速与深综指同比涨幅

资料来源：value500.com。

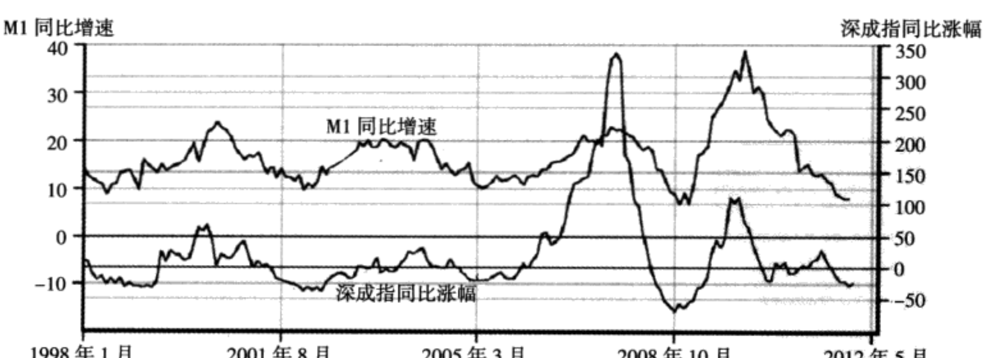


图 2–11 M1 同比增速与深成指同比涨幅

资料来源：value500.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



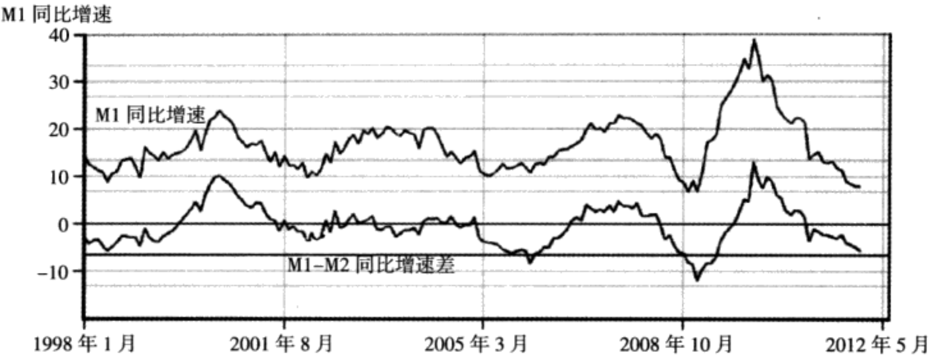


图 2-12　M1 同比增速与 M1-M2 同比增速差

资料来源：value500.com。

银行间拆借利率就是各银行间进行短期的相互借贷所适用的利率，通常是隔夜拆借或者 1 天到 7 天内拆借，它是发达货币市场上最基本和最核心的利率，许多其他利率都要直接或间接地受到银行间拆借利率变动的影响，甚至其变动的国际影响也很剧烈，所以银行间拆借利率通常可以作为一国利率市场化程度的重要参考依据。

全球最著名的同业拆借利率有伦敦同业拆借利率和美国联邦基准利率，两国的存贷款利率均是根据此利率自行确定的。美国联邦基准利率是指美国同业拆借市场的利率，最主要是指隔夜拆借利率。它不仅直接反映货币市场最短期的价格变化，是美国经济最敏感的利率，而且还是美联储的政策性利率指标。

银行拆借使金融机构在不用保持大量超额准备金的前提下，满足存款支付及汇兑、清算的需要。在现代金融制度体系中，金融机构为了实现较高利润和收益，必然要扩大资产规模，但同时会面临准备金减少、可用资金不足的问题，甚至出现暂时性支付困难。但准备金过多、可用资金闲置过多又使金融机构利润减少，收益降低。金融机构需要在不影响支付的前提下，尽可能地降低准备金水平，以扩大能获取高收益的资产规模，使利润最大化。同业拆借市场使准备金多余的金融机构可以及时拆出资金，保证获得较高收益，准备金不足的金融机构可以及时借入资金保证支付，有利于金融机构实现其经营目标。同业拆借市场还是中央银行实施货币政策，进行金融宏观调控的重要场所。同业拆借市场的交易价格即同业拆借市场利率，是资金市场上短期资金供求状况的反映。中央银行根据其利率水平，了解市场资金的松紧状况，运用货币政策工具进行金融宏观调控，调节银根松紧和货币供应量，实现货币政策目标。

目前，全球直接管制存贷款利率的央行极少，绝大多数是以货币市场尤其是拆借市场的利率作为目标利率，比如美联储就以隔夜拆借利率为政策利率。由于拆借利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在最前端，央行在确定目标利率后，会通过其他货币政策工具如公开市场操作等将拆借市场的利率维持在目标利率附近，此时各家商业银行就会根据拆借市场的资金拆借成本（拆借利率）来确定最终的贷款利率，即零售市场的利率，然后企业和居民依据此利率进行借贷行为。

银行同业拆借利率已成为金融市场、货币政策乃至全社会经济活动关注的重要指标。随着拆借市场放开，**拆借利率越来越真实地反映市场资金的供求状况，**成为金融市场最有影响力的指标之一，**A 股与同业拆借利率走势密切相关**（见图 2-13）。中央银行制定货币政策时要考虑它，投资者买进、卖出有价证券时要考虑它，保险公司确定保费时也要考虑它。同业拆借已成为商业银行短期资金管理的首选方式。商业银行在短期资金短缺或宽松时，首先考虑的是在同业拆借市场上融入或融出资金，改变了以往资金依赖中国人民银行的做法，积极在同业拆借市场运作。同业拆借市场的发展，为商业银行的流动性管理和商业化经营提供了良好的外部条件，加快了商业银行商业化的进程，提高了商业银行资金的营运效益。

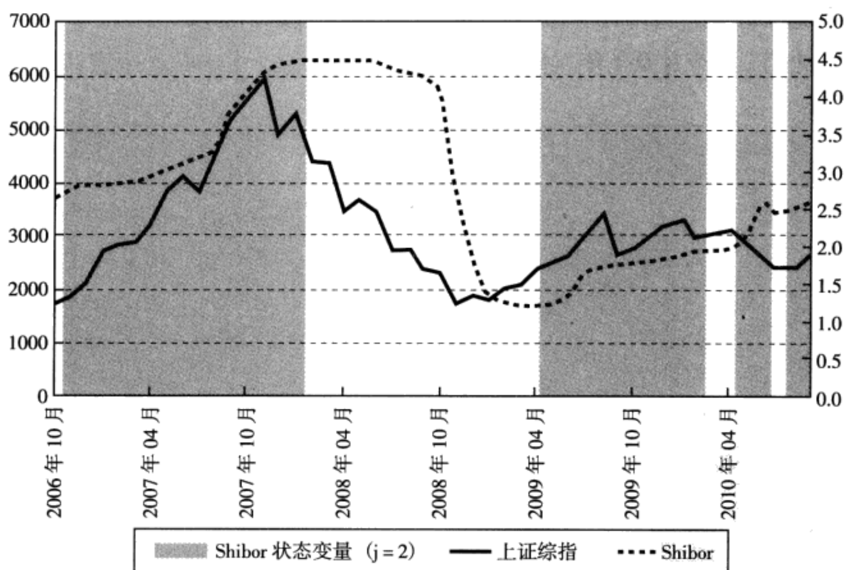


图 2-13 上证综指与同业拆借利率（Shibor）密切相关

资料来源：Wind，长江证券研究部。

股市上涨最重要、最直接的必要条件就是“资金充裕”，资金面往往决定了股票市场的方向和深度，“资金”是股票市场上涨的助推器，研究市场中的资金面可以帮助判断大盘未来走势与方向。通过观察，研究银行同业拆借利率的变化，一定程度上可以反映目前市场资金面紧张与否。一般来说，**拆借利率越高，说明市场缺钱；拆借利率**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



越低，说明市场不缺钱。

国内的同业拆借利率是 Shibor。Shibor 全称是上海银行间同业拆借利率（Shanghai Interbank Offered Rate），被称为中国的 Libor（London Interbank Offered Rate，伦敦同业拆借利率），其形成方式是每个交易日全国银行间同业拆借中心根据各报价行的报价，剔除最高、最低各 2 家报价，对其余报价进行算术平均计算后，得出每一期限品种的 Shibor，并于 11:30 对外发布。

Shibor 报价银行团现由 16 家商业银行组成，首批 16 家报价行名单中包括工、农、中、建 4 家国有商业银行，交行、招商、光大、中信、兴业、浦发 6 家全国性股份制银行，北京银行、上海银行、南京商行 3 家城市商业银行和德意志上海、汇丰上海、渣打上海 3 家外资银行，此 16 家银行是公开市场一级交易商或外汇市场做市商，在中国货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露比较充分的银行。中国人民银行成立 Shibor 工作小组，依据《上海银行间同业拆借利率（Shibor）实施准则》确定和调整报价银行团成员、监督和管理 Shibor 运行、规范报价行与指定发布人行为。Shibor 是单利、无担保、批发性利率。目前，对社会公布的 Shibor 品种包括隔夜、1 周、2 周、1 个月、3 个月、6 个月、9 个月及 1 年（见图 2-14 到图 2-16）。

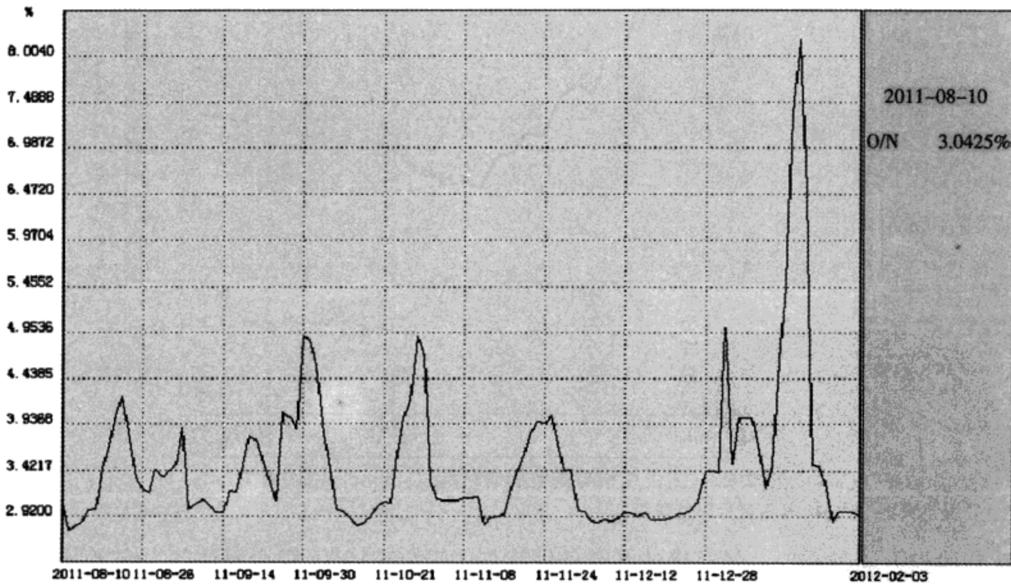


图 2-14 Shibor 隔夜拆借利率走势

资料来源：www.shibor.org。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



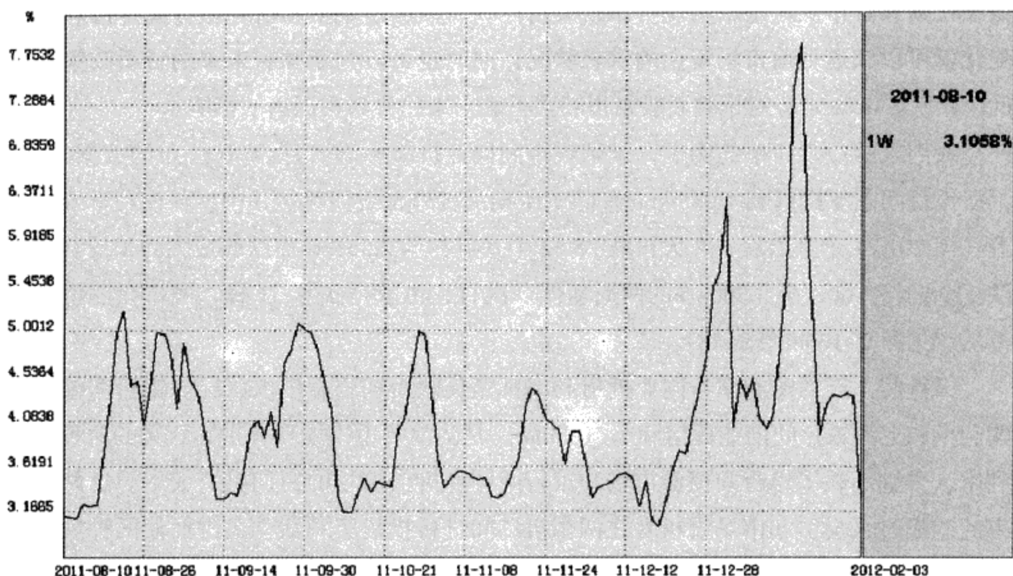


图 2–15 Shibor 1 周拆借利率走势

资料来源：www.shibor.org。

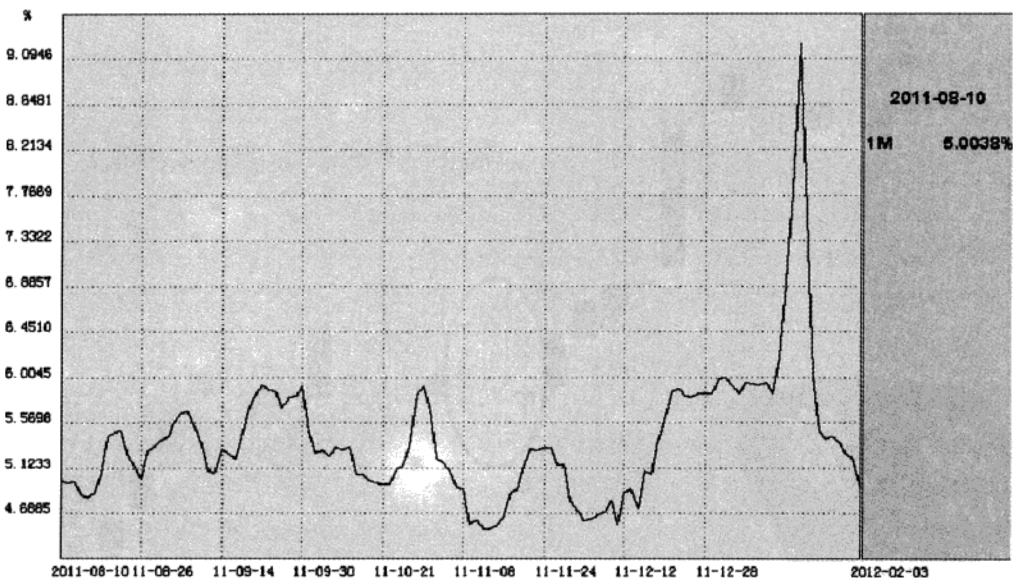


图 2–16 Shibor 1 月拆借利率走势

资料来源：www.shibor.org。

简单而言，**银行间的拆借利率能真实地反映市场资金的供求状况。**中央银行根据其利率水平，了解市场资金的松紧状况，运用货币政策工具进行金融宏观调控，调节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



银根松紧和货币供应量，实现货币政策目标。所以**通过观察和研究银行间拆借利率的变化就可以知道目前市场资金的供求状况，同时也可以判断国家未来的货币政策。**因此，跟踪 Shibor 走势对于判断股票市场当下及未来趋势具有深远的影响。

我们来看一个简单的例子，全国银行间同业拆借中心 5 月 30 日公布的数据显示，上海银行间同业拆借利率（Shibor）除 1 年期品种外全线回落。其中，隔夜利率继上周五狂泻 201.71 个基点后，昨天再跌 28.62 个基点，至 2.55%；而跌幅最大的 1 周利率大跌 119.5 个基点，至 3.2008%的两周新低。次日，也就是 5 月 31 日，股市在熊市大幅上涨（见图 2-17 和图 2-18）。

银行间 7 天回购利率与同业拆借利率都是反映短期资金供求状况。银行间债券回购利率和上海银行间同业拆借利率（Shibor）是当前货币市场具有指导意义的两种短期利率，分别反映了银行间债券市场和银行间同业拆借市场的短期融资成本。这两种利率的差额过大会引起市场投机者在两个市场间进行投机套利活动，进而使两种利率趋于一致。同业拆借利率 Shibor 可以从 www.shibor.org 查询，而 7 天回购利率则可以从 www.chinamoney.com.cn 查询（见图 2-19）。

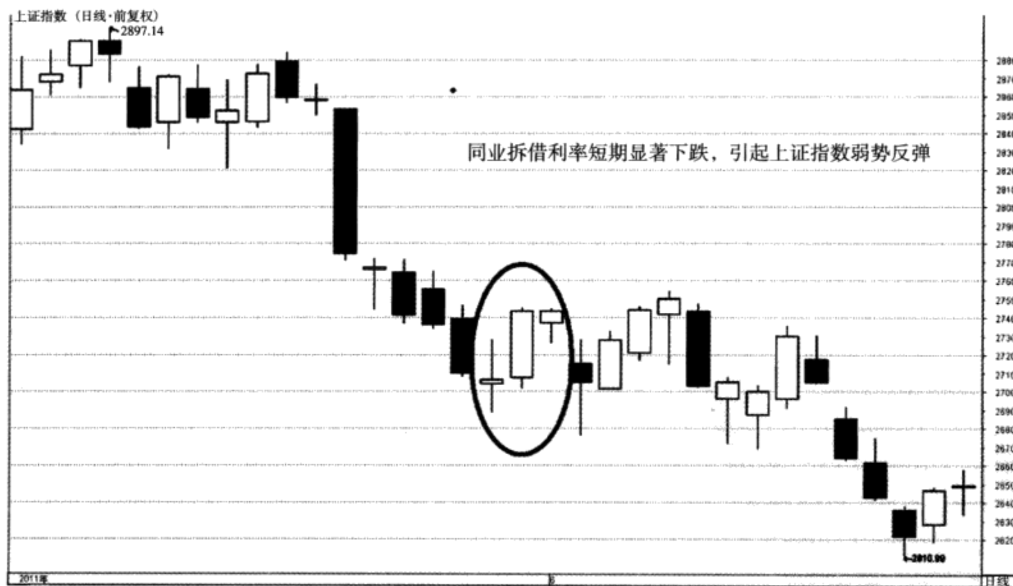


图 2-17 同业拆借利率下降引起股市反弹（1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上证指数 2011-05-31 分时成交额（万）

全国银行间同业拆借中心 5 月 30 日公布的数据显示，上海银行间同业拆借利率（Shibor）除 1 年期品种外全线回落。其中，隔夜利率继上周五狂泻 201.71 个基点后，昨天再跌 28.62 个基点，至 2.55%，而跌幅最大的 1 周利率大跌 119.5 个基点，至 3.2008%的两周新低。次日，也就是 5 月 31 日，股市在熊市大幅上涨

图 2–18 同业拆借利率下降引起股市反弹（2）

七天回购移动平均利率 2012-10-08

B_1W	3.7084
B1W	3.6276
B_2W	3.7682
B2W	3.7483
B_1M	3.5046
B1M	3.6104
B_2M	3.4979
B2M	3.5874
B_3M	3.4541
B3M	3.5682
B_6M	3.3655
B6M	3.5074

图 2–19 7 天回购利率查询

资料来源：中国外汇交易中心官网。

央行票据的回购和逆回购是我们需要关注的一个流动性改变信号。央行票据即中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



央银行票据，是中央银行为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券。之所以叫"中央银行票据"，是为了突出其短期性特点。从已发行的央行票据来看，期限最短的 3 个月，最长的也只有 1 年。但央行票据与金融市场各发债主体发行的债券具有根本的区别：各发债主体发行的债券是一种筹集资金的手段，其目的是筹集资金，即增加可用资金；而中央银行发行的央行票据是中央银行调节基础货币的一项货币政策工具，目的是减少商业银行可贷资金量。商业银行在支付认购央行票据的款项后，其直接结果就是可贷资金量的减少。

央行票据的回购交易分为正回购和逆回购两种。**央票正回购为央行从市场收回流动性的操作，央票正回购到期则为央行向市场投放流动性的操作。央票逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，央票逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。**央票发行和回购，大家可以从网址 http：//bond.xinhua08.com/和 http：//bond.xinhua08.com/focus/yzyp/查询。

十年期国债的走势在整个债券市场中对整个宏观大势的反映最为准确。10 年期国债的走势能够对经济增长率和通胀率，甚至风险水平作出很好的预示，因此 10 年期国债的走势对于 A 股大势也有很好的预示作用。从历史经验来看，10 年期国债收益率的大底（低于 2.75%水平）往往预示着上证指数进入了底部（见图 2-20）。

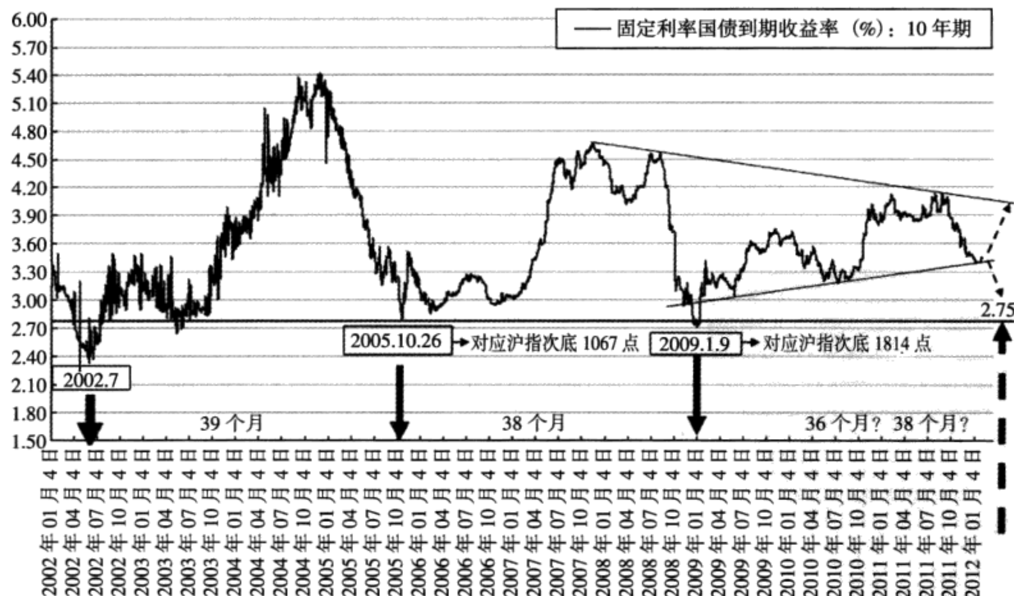


图 2-20　10 年期国债收益率大底与上证指数大底

资料来源：哈克制图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么 10 年期国债利率的低点会对应着股市的低点呢？10 年期国债利率最低点往往处于经济衰退阶段，这个时候股市往往也位于底部。另外，10 年期国债利率最低的时候，E/P 往往却是最高的时候。因为 E/P 中，P 的变动往往大于 E 的变动，P 股价代表市场心理，而 E 每股收益则代表基本面，心理的波动往往放大了基本面的变动。所以，在经济繁荣的时候，E 增大的幅度往往小于 P 增大的幅度，E/P 就较小；在经济衰退的时候，E 减小的幅度小于 P 减小的幅度，E/P 就较大。简单而言，就是经济繁荣的时候，P/E 市盈率高，经济衰退的时候，P/E 市盈率低。在经济衰退的时候，10 年期国债收益率筑底，而股票收益率 E/P 却见顶，这样就使得"股票收益率/10 年期国债收益率"达到最大值，这个最大值表明股市与债市的收益率差达到了理想的高度，能够吸引资金持续流入股市，所以股指的底部往往对应这个收益率比值的高点（见图 2–21）。

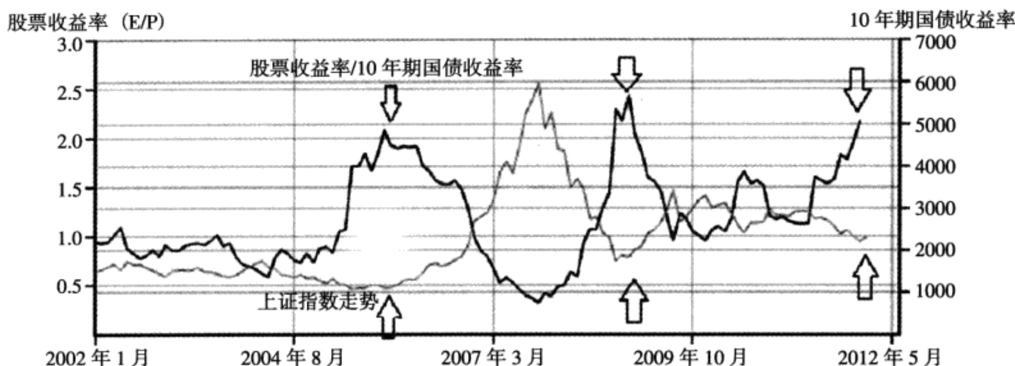


图 2–21 股票收益率/10 年期国债收益率与上证指数走势

资料来源：价值 500 黄页。

另外，收益率曲线的等价指标是 10 年期国债与 1 年期国债的收益率差。这个差值达到最大的时候，预示着金融市场对未来经济最乐观的时候；这个差值达到最小的时候，预示着金融市场对未来经济最悲观的时候，所以这个指标要领先于股指的走势（见图 2–22）。

A 股市场直接受到国内货币政策的影响，而国内货币政策则显著地受到美联储货币政策的影响。我们将中国人民银行的货币政策导致的流动性变化看成是近端货币供给，将美联储的货币政策导致的流动性变化看成是远端货币供给。接下来，我们将详细介绍美联储和美元对于全球金融市场，特别是 A 股市场的影响，甚至还包括这些受美元影响的全球金融市场与 A 股市场的相关性。从中我们可以发现美元的走势其实是全球资本流动的一个风向标，**做 A 股不能不分析美元指数的走势。**由于人民币事实上盯住美元，所以美元兑其他货币的贬值将带动人民币兑其他货币的贬值，这样就会促

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



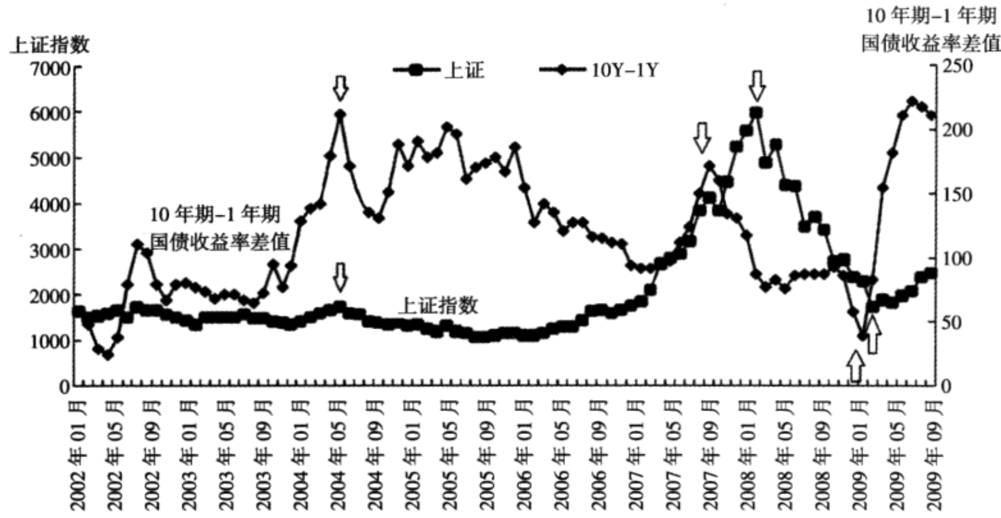


图 2-22 长短期国债收益率差值领先于上证指数

资料来源：CEIC，申万研究。

进中国总体的出口，相反的情况是美元兑其他货币的升值将带动人民币兑其他货币的升值，这样会打击中国总体的出口。所以，美元兑其他主要货币升值（如欧元），也就是美元指数上涨，将使得中国出口下降，股指会下跌；美元兑其他主要货币贬值，也就是美元指数下跌，将使得中国出口上升，股指会上涨（见图 2-23）。另外，美元指数和人民币兑美元汇率的变化，加上中国经济自身的变化和盯住汇率制度会导致外汇储

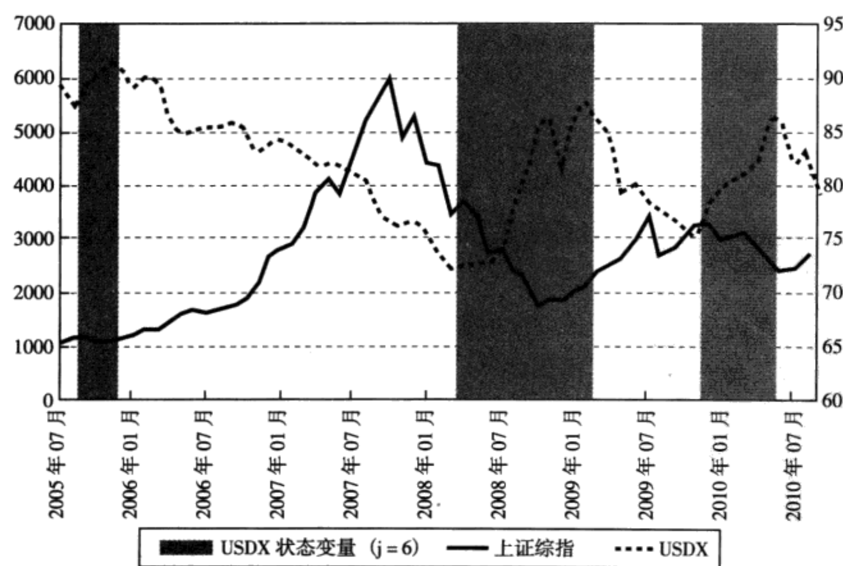


图 2-23 上证综指和美元指数（USDX）

资料来源：Wind，长江证券研究部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



备的变化，而外汇储备的变化进一步导致国内货币供给量的变化，进而引起股指的变化。外汇储备增加如果没有采取对冲措施将导致国内货币供应量增加，股指倾向于上扬；外汇储备减少如果没有采取对冲措施将导致国内货币供应量减少，股市倾向于下跌（见图 2-24），所以外汇储备通过引起国内货币供给量变化导致了股指的变化。不过，我们主要介绍美联储货币政策以及美元指数对 A 股市场的影响，所以外汇储备变化对 A 股市场的影响没有必要详细介绍。

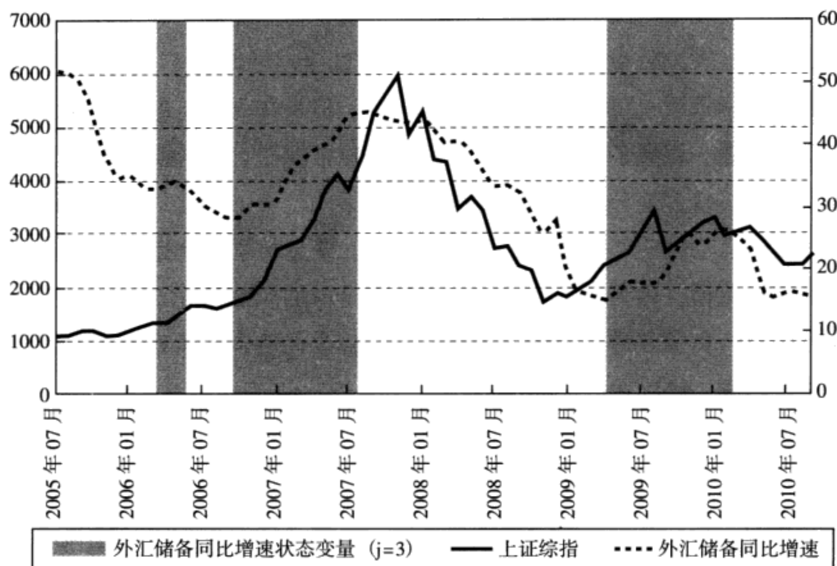


图 2-24 外汇储备和上证综指

资料来源：Wind，长江证券研究部。

职业交易员都明白一个道理——**“不要与美联储对抗”**！全球任何资产交易者都不能忽略美联储的政策动向，最极端的说法是：你可以不关心自己所在国央行的政策，但是却不能忽略美联储的动向。关注美联储，你可以玩转铜等大宗商品，你可以玩转香港的房地产，你也可以玩转其他任何非美资产。**美联储在美国拥有至高无上的影响力，在全球资产上也是如此。**曾经预言了东南亚经济危机的经济学泰斗保罗·克鲁格曼指出：“你可以不同意美联储主席的意见，但是你几乎不能怀疑他对经济和金融市场的巨大影响力……”

美联储通常使用公开市场业务作为货币政策调控工具。当美联储想要增加货币供应量，维持或提升流动性水平时，通过在公开市场买入债券（一般是政府证券），这样流动中的货币就增加了；相反，如果美联储想要减少货币供应量，就在公开市场中卖出债券，这样就将经济中的流通的货币挤了出来。公开市场业务操作一度是美联储最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为重要的货币政策工具，不过随着格林斯潘进入美联储，贴现率和联邦基金利率开始作为重要工具使用。这里所谓的贴现率是指商业银行向美联储借款时收取的利息；联邦基金利率则是指银行之间相互提供贷款时收取利息的利率。提高贴现率和联邦基金利率会减少货币供应量，相反则会增加货币供应量。

在抑制通货膨胀方面，货币政策效果显著，但是在经济衰退方面货币政策未必一定有效，特别是严重衰退或者二次衰退。因为在经济衰退的时候，央行注入大量流动性到市场，但是商业银行因为风险可能不愿意放贷，而企业和个人也因为修复资产负债表不愿借款。比如，20 世纪 30 年代大萧条期间就出现过这种情况，这与货币主义的观点大相径庭。货币政策可以用来稳定物价水平，但是却对经济的中长期增长无能为力，**货币政策就像一根绳子，你可以拉但是却不能推绳子。**在经济衰退时，观察财政政策的调整；经济接近充分就业时，观察货币政策的调整。那么，美联储的政策是如何影响全球资金流动的呢？**美联储放松货币之后，资金将涌向大宗商品和新兴市场的股票，以及高息货币，因为流动性增加，将提高全球的风险偏好，同时让各经济主体产生对自己的资产负债表进行调整的需要，这些都会促使全球所有类别的资产价格进行持续的显著调整，包括 A 股市场。**

美联储采取行动的影响将通过美元指数的走势体现出来，因此美联储采取紧缩的货币政策，则美元指数上扬，其他非美资产往往下跌。如果美联储采取宽松的货币政策，则美元指数下跌，其他非美资产往往上涨。当然这是一般情况，因为市场除了考虑资产收益还要考虑风险，在极端风险厌恶情况下，宽松货币政策下的美元也可能走强。具体到 A 股而言，美元指数上扬，往往是利空的；美元指数下跌，则往往是利多的。之所以有这样的效应，有两条显著的原因：第一个原因是我们之前提到的出口竞争力问题，由于事实上人民币盯住美元，所以美元指数的强弱关系着我们出口竞争力，出口状况的好坏影响上市公司的业绩；第二个原因则是资本流动的问题，美联储政策宽松导致大量美元供给，引起美元指数走跌，而这些新增的大量美元倾向于流入高风险高收益资产，比如 A 股这类新兴市场的股市，这将增加 A 股市场的资金量。

美联储政策变动直接体现于美元指数变化，而 A 股与美元指数变化高度相关。因此，我们接下来就要深入了解美元指数，看看它的构成，历史变化规律，它对其他主要金融市场的影响，以及这些主要金融市场与 A 股市场的关系。

美元指数与 CRB 指数、道琼斯指数、BDI 指数、美国 10 年期国债收益率被合称为反映全球经济风向标的五大指数。美元指数类似于显示美国股票综合状态的道琼斯工业平均数，美元指数显示的是美元的综合值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合变化率来衡量美元的强弱程度，从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。美元指数是参照 1973 年 3 月 6 种货币对美元汇率变化的几何平均加权值来计算的，并以 100.00 点为基准来衡量其价值，如 105.50 点的报价，是指自 1973 年 3 月以来其价值上升了 5.50%。1973 年 3 月被选作参照点，是因为当时是外汇市场转折的历史性时刻，从那时起主要的贸易国容许本国货币自由地与另一国货币进行浮动报价。美元指数最初推出时是由 10 个外汇品种构成，分别是德国马克、法国法郎、荷兰盾、意大利里拉、比利时法郎、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎。1999 年欧元推出后，前五者均为欧元区货币，因此，美元指数在 2000 年也作了相应调整，以欧元代替这五种货币。所以，现在的美元指数是由 6 种货币构成的（见图 2-25）。

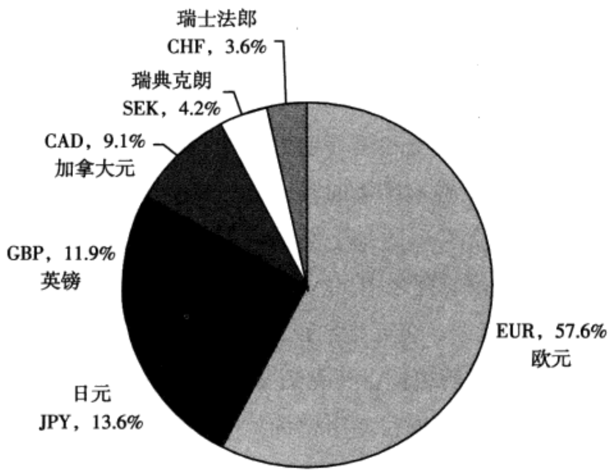


图 2-25 美元指数的构成

如果美元指数下跌，说明美元对其他的主要货币贬值。美元指数是每周 7 天，每天 24 小时被连续计算。影响美元指数强弱的指标或者标准有以下几个：第一，6 种参考货币自身的强弱情况。例如，欧元、英镑整体偏弱的话，会出现交易变现表现为美元走强，产生货币之间的利差交易。第二，美国的整体经济形势和公布的经济数据偏好或者美国经济运行良好，增长强劲会促使美元走强。第三，各国之间处于对通货膨胀的担忧而产生的加息、提高准备金等收缩货币投放量的行为产生的美元的走强等。第四，非美国本土金融危机产生的避险需求会导致资金涌入美国国债，进而让美元走强。

接着，我们介绍下美元指数历史走势，这里主要参考了向松祚先生和巴利·艾森格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



林先生关于美元走势的详细论述，从中获得一些规律以便指导对未来的认识。我们可以将一个世纪以来的美元周期大致分为三个大阶段，而第三个大阶段则可以细分为五个小的阶段。

第一大阶段从 1914 年到 1955 年，在这一时期与黄金挂钩的美元，美元与黄金依固定价格固定，主要经济体为获得美元作为支付手段，将大量黄金输入美国，美元因此迅速成为全球处于支配地位货币。1914 年美联储创立并成为世界最强大的中央银行，接着两次世界大战摧毁金本位制，美国之外所有国家的经济全面崩溃，美国成为全球最强大的经济体和最大的债权国，其经常项目和资本项目都处于大额顺差的境地，全球 75%的黄金储备流入美国。战后经济的复苏增加了世界各国对美元的需求，美元相对于世界其他主要货币处于长期升值趋势。随着布雷顿森林体系的建立，最终确立美元作为全球货币体系的主导角色。

第二大阶段从 1956 年到 1970 年，在这一时期美元依然按照固定价格与黄金挂钩，其他国家可以将美元兑换为黄金。为了与苏联争夺全球霸权，美国必须维持庞大的军事开支。朝鲜战争、越南战争和国内规模巨大的福利计划，让美国财政开支急剧增长，这些导致财政赤字、经常项目收支和资本项目收支赤字开始显现，美国黄金储备急剧下降。同时，宽松的货币政策触发严重通胀，金汇兑美元本位制岌岌可危，美元相对其他货币开始出现持续贬值趋势。再加上美国、西欧和日本之间的贸易和金融摩擦不断，布雷顿森林体系处于风雨飘摇之中。

第三大阶段从 1971 年至今，美元指数正式创立和运行的阶段，纯粹的美元本位制和浮动汇率体系正式登上人类历史舞台（见图 2-26）。

在第三大阶段中，美国经常项目赤字持续扩大，美国成为全球主要债务国。为了防止美国的黄金储备进一步减少，尼克松违背布雷顿森林协议，放弃固定汇率国际货币体系。美元与黄金完全脱钩，全球主要货币之间实施浮动汇率，美元发行不再有任何外部约束。基辛格密谋沙特等国支持石油以美元结算，加上此后石油危机的影响，导致“石油美元”爆炸性增长。美联储成为事实上的全球中央银行，**美元周期成为左右全球经济波动的最重大力量**，“美元本位制”正式登上世界历史舞台。全球美元储备资产呈几何级数增加，世界平均通胀超过以往任何时代。全球和区域金融危机的发生频率超过了人类历史上所有的时期。“广场协议”的签订导致日元持续升值，引发日本经济的巨大泡沫，为此后泡沫的破灭埋下了伏笔。法国和德国为对抗美元霸权和推进欧洲一体化进程，决定采纳单一货币，这导致了欧元的诞生。

在第三个大阶段中，美元相对世界主要货币总体呈持续贬值趋势，但是为了避免

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

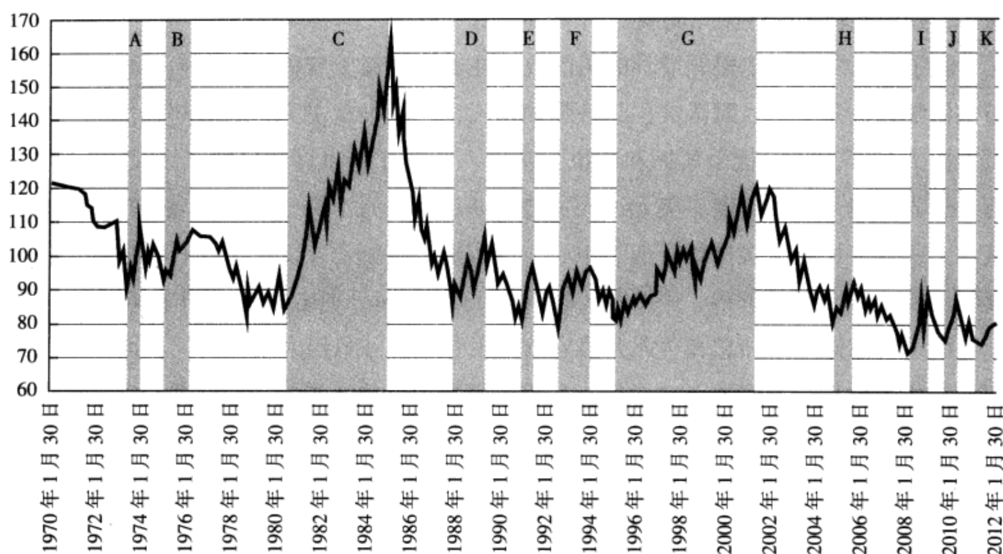


图 2-26 美元指数正式创立后的走势图

全球对美元的信心下降，同时为了对抗通胀，美元会阶段性出现升值。在美国宣布退出布雷顿森林体系后，美元指数所呈现的走势可以划分为五个小阶段的升值与贬值周期。其中，20 世纪 80 年代中期，为美指历史走势中持续最长的贬值周期（10 年）。除了这个为期 10 年的周期外，其余周期的持续性基本在 4~6 年。

第一个小阶段 1971~1979 年，美元处于弱势周期。尼克松宣布不遵守布雷顿森林体系的时候，美元相对其他主要货币一次性贬值的幅度高达 15%。从此美元进入总体持续贬值的趋势，到 1979 年美元相对其他主要货币的贬值幅度超过了 30%。因为新货币大量进入流通领域与美元的贬值在时间上是基本一致的，因此可以推断该阶段的贬值主要是美联储实行较为宽松的货币政策造成的。除了美国之外，此阶段的其他主要发达国家经济体在告别布雷顿森林体系束缚后，其货币供应量也开始进入急速增长的历史阶段，触发石油、贵金属以及基础原材料价格飞涨，全球经济处于高通胀阶段。与此同时，石油危机和美元纸币本位制共同制造了规模庞大的“石油美元”。巨量“石油美元”滚滚流入拉美国家，掀起一波又一波的对外借债高潮和虚假繁荣，埋下了拉美债务危机之祸根。

第二个小阶段 1980~1985 年，美元处于强势周期。1979 年 7 月，保罗·沃尔克临危授命，以铁腕手段遏制通胀，他将联邦基金利率提高到前所未有的高度，于 1981 年居然达到惊人的、前所未有的 16%。猛烈的紧缩措施很快见效，美元结束近 10 年的持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



弱势，开始逆转为强势美元周期。

除了加息之外，里根领导下的美国政府在经济政策上所倡导的减税政策（此政策与供给学派关系密切）刺激美国经济强劲增长，也是推动美元进入强势周期的另外一项重要力量。正是以货币紧缩和减税为基础，美元才得以终结持续了 10 年的弱势状态，进入了美元强势周期。美元进入强势周期后，美元汇率于 1981 年的统计上显示，其与上一年度比较直接持续升值近 10%，并以此为基础逐年上升，这样的状态一直持续到 1985 年。在此期间内，美元名义汇率以及实际汇率分别比 1980 年升值 44%与 36%。

由于美联储大幅加息和美元升值导致拉美各国债务负担大幅增加，从而引发 1982 年拉美债务危机全面爆发。这次债务危机使得处于发达水平的阿根廷等拉美国家再度沦为了发展中国家。

同时，由于军事开支大幅增加和美元升值导致出口下降等众多因素，造成了美国在政府预算方面和经常账方面的巨额赤字，但是巨额的“双赤字”在一开始并没有导致美元贬值。

第三个小阶段 1986~1995 年，美元处于弱势周期。经历了上一轮美元持续升值周期后，美国经常账方面与政府财政方面的双赤字再次成为美国强迫日元与德国马克升值的借口。美国国内的贸易保护主义、遏制日本全球扩张、扰乱日本金融体系和货币政策、迫使日本开放国内市场等战略考虑导致了“广场协议”。1985 年 9 月签署的著名的五国集团“广场协议”，协议中要求其他主要经济体货币汇率相对美元要进一步有序升值。之后，美联储的公开市场操作部门多次直接干预外汇市场，抛售美元同时买入日元和马克，直接形成美元相对日元与马克的大幅贬值。一年之内，美元相对日元之贬值幅度就超过 20%。1986 年美元名义和实际汇率分别比 1985 年大幅度贬值 17.5%与 17.3%。这也就标志着美元重新进入了一个贬值波动周期。直至 1995 年，美元名义利率比 1985 年贬值了 36%，实际汇率的贬值幅度更是达到了惊人的 43%。

同时，美国央行利率从 1989 年 3 月的 9.9%开始出现一路走跌至 1992 年 12 月其利率仅为 2.9%，美元指数从高点 103 处一路下跌至 80 以下。

日元兑美元急剧升值是导致日本经济从此陷入长期持续低迷的主要原因之一，另外一个原因则是老龄化。此期间，日元相对美元而形成的大幅度升值直接导致了日本股市跌幅超过 70%，地产跌幅超过 50%。

在这个强势美元向弱势美元的转换阶段中，美国本身的金融市场也受到了巨大的冲击。由于美元利率下调与贬值，大量的资本从美国金融市场外逃，并最终导致了美国股市 1987 年 10 月 19 日的暴跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四个小阶段 1996~2001 年，美元处于强势周期。1996 年是美元再次进入一个新的升值周期的临界点，美元名义汇率与实际汇率分别比 1995 年升值 4%与 2%，并于此后进入到加速升值周期。到了 2002 年后，美元的名义汇率与实际汇率分别比 1995 年大幅升值达 28%与 31.5%。随着美元加息的过程，全球各主要经济体也一同进入了加息通道。

此阶段内，美国方面尽管其经常账项目赤字仍然持续增加，但克林顿政府所致力于改善财政赤字的经济政策取得了明显的效果，从 1998 年到 2000 年实现连续三年的财政盈余。美国信息科技革命在这个阶段出现，美国本土投资吸引力的急剧升高吸引了全球资本流入美国，这也是支撑着此轮美元强势周期的主要条件。同时，财政部长鲁宾极力倡导强势美元政策，认为强势美元政策最符合美国的长远利益。在弱势美元向强势美元转换的过程中，整个亚洲的金融和经济体系遭遇到十分强烈的冲击。在 1996 年以前，弱势美元和日本低利率政策导致大量热钱涌入亚洲新兴市场国家，进而推高了以东南亚新兴经济体为主的股票和房产市场。而从 1997 年到 1998 年，由于弱势美元政策向强势美元政策的过渡，大量国际资金回流美国本土市场，参与科技股为主的股市投机。热钱迅速离开以东南亚为主的亚洲各国，导致这些国家的资产价格泡沫骤然破裂，这就是著名的亚洲金融危机产生的主要原因。

第五个小阶段 2002~2012 年，美元处于弱势周期。2000 年下半年后，随着经济泡沫的破灭，美联储为了避免美国经济陷入持续严重的衰退期，所做的应对就是不断地降低基准利率，美元的加息周期逆转为减息周期。2001 年发生的“9·11 事件”后，美联储更是连续地进行了 13 次的减息，这使得联邦基金利率达到了历史低位。2000 年互联网泡沫的破灭和 2001 年的“9·11”恐怖袭击，打击了投资者对美国经济和美元的信心，资金开始大规模流出美国，流入世界其他地区。以格林斯潘为首的美联储为避免美国经济陷入持续严重衰退，不断降低基准利率。低利率导致金融体系的流动性急剧增加，同时房地产市场的信贷迅速扩张，并由此触发了美国房地产非理性的迅速爆炸式发展。另外，对外反恐战争的巨大开支导致美国的财政赤字不断增加。

2003 年美元名义汇率和实际汇率分别大幅度贬值 12%与 10%。并于此呈现出持续贬值的趋势。到 2007 年美元名义汇率与实际汇率对比 2002 年分别相对贬值 25.7%和 25.3%。

2004 年下半年开始，美国开始逐步进入加息周期，而此轮加息直接造成了资产泡沫的破灭，导致了 2008 年的次贷危机，进而引发全球信用市场动荡和欧洲主权债务危机。次贷危机之后，美联储主席本·伯南克一味通过增发货币来解决低增长的问题，导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致国际大宗商品价格飙升，但是就业并未显著提高。

2012 年下半年到 2013 年初，弱势美元周期很可能逆转，因为形势越来越像当年里根上台之前美国经济的状况。

从上面阶段划分和介绍，可以发现美元指数走势存在一些规律。美国所一直宣扬的自由市场与不干预汇率波动的舆论口径实际上是不存在的，美元指数走势一定是受着美国货币政策尤其是利率政策的直接影响。美国利率政策是影响美元指数的重要因素，美联储对于美元这个世界本位币的利率政策的调整实际就是在有意图地根据本国利益所需的一种操纵行为。美国会根据自身形势的实际所需而不断地进行利率政策的调整，并最终通过利率调整来影响美元指数走势。美联储利率最高时超过 16%，最低时接近于零，与其他主要经济体相比，美国的利率波动区间或者说利率调整空间是非常大的。

美元指数上涨和下跌呈现明显的周期性特征，但这个特征并没有准确数字上的界定。**美元指数周期的临界点一般出现在美国利率大幅度调整的一年以后，**而在美元指数上涨周期或下跌周期内，利率可能会出现阶段性双向波动。美联储利率的波动与美元指数不同步，美元指数滞后于重大利率调整 1~2 年。美国的低利率时期一般均出现在美元指数下降（贬值）周期或即将进入下降（贬值）周期的时期，美元指数一般在高利率时期后出现上升（升值）。无论美元指数是处在上涨周期还是下跌周期，美国都存在经常项目的持续巨额赤字，在美元指数上升过程中其经常项目赤字占 GDP 的比重会持续增加。

美元汇率的重大调整往往会导致全球性或者区域性资产价格转势，同时也会导致泡沫和危机交替出现。可以去看一下非美资产和美国资产在美元汇率（美元指数）转势前后的表现，简单一点就是看香港房地产如何受到美元指数走势影响的，可以说李嘉诚就是抓住了美元周期对香港房地产的影响才积累了不少的财富。当然，落实到美元对 A 股市场的影响则是更有意义的事情。从 2004 年 12 月以来，美元指数每一个上涨波段对应的都是沪指的下跌，每一个下跌波段对应的都是沪指的上涨，只有 2008 年 7 月到 2009 年 3 月，美元指数和沪指同步上涨（见图 2-27）。这是因为 A 股受益于 4 万亿元的刺激政策在 2008 年 10 月筑底后，趋势性下跌行情已经反转，而海外金融市场风险仍未消退，美元的上涨行使的还是其避险功能，直到 2009 年 3 月，美国股市开始反弹，美元的上涨才暂时中止。

一般情况下，美元指数与非美资产是负相关的。哪些是非美资产？除了美国国债和美国股票之外的资产，比如欧洲股市、东南亚的房地产、国际大宗商品、A 股市场、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

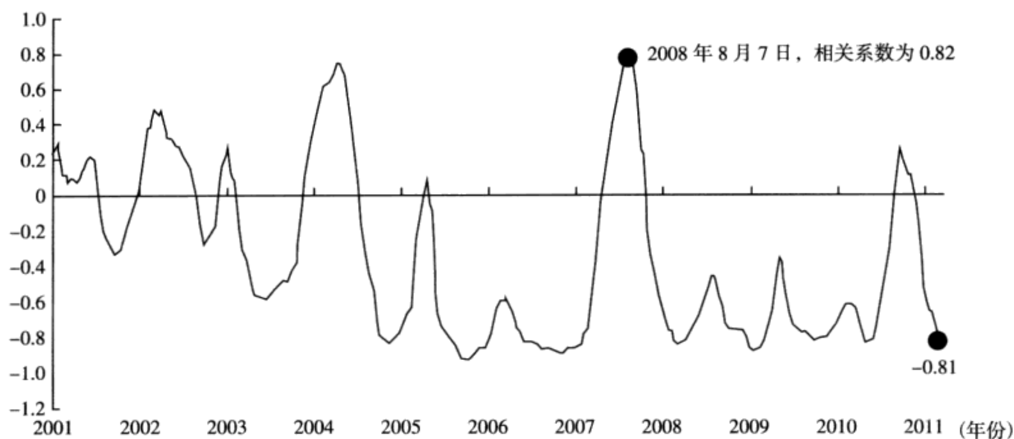


图 2-27 美元指数与上证综指的相关系数变化

资料来源：赵延鸿；莫尼塔公司。

香港的房地产等。有时候资金流入美国国债，美元指数会上扬，这是避险情绪，在这种情况下美国的股市和非美资产都是下跌的；另外一些时间，资金流入美国股市，这是因为美国经济好，投资机会多，美元指数也会上扬，但这是风险喜好情绪导致的，在这种情况下美国股市上涨，而非美资产大部分都会下跌。所以，A 股市场大盘的走势与非美资产存在很大的正相关性，与美元指数则存在很大的负相关性。美元指数的走势反映了美国货币政策的走向，对于 A 股来源这是一个流动性的远端供给，其重要性并不亚于中国人民银行的近端供给。下面，我们就来逐一呈现美元指数、上证指数和主要非美资产三者之间的关系。

随着国内资本市场逐步对外开放，上证指数与美元指数的相关度越来越高，见图 2-28。可以发现美元指数与上证指数基本上是反向的，因此我们做 A 股，判断大盘指数趋势的时候，可以参考美元的走势，推断美元的趋势，然后相互验证，这样就提高了判断 A 股指数大势的能力。

由于全球采取美元本位，这就与黄金等贵金属形成了竞争关系，所以美元指数与黄金和白银走势往往是相反的，因此上证指数与伦敦黄金和白银的走势基本就是一致的（见图 2-29 和图 2-30），但在某些时候 A 股会因为国内因素而出现不一致的时候。我们对 A 股走势迷惑的时候，可以同时参考伦敦黄金和白银的走势。

如果说贵金属主要在货币层面与美元指数竞争，那么大宗商品中的原油和铜则是因为以美元标价而与美元指数反向运行。另外，由于中国内地在 2000 年以后对原油和铜的需求大幅增加使得上证指数与原油和铜的正相关性越来越高（见图 2-31 和图 2-32）。由于原油还受到地缘政治的影响，所以与上证指数的正相关性要弱于铜。在某些时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



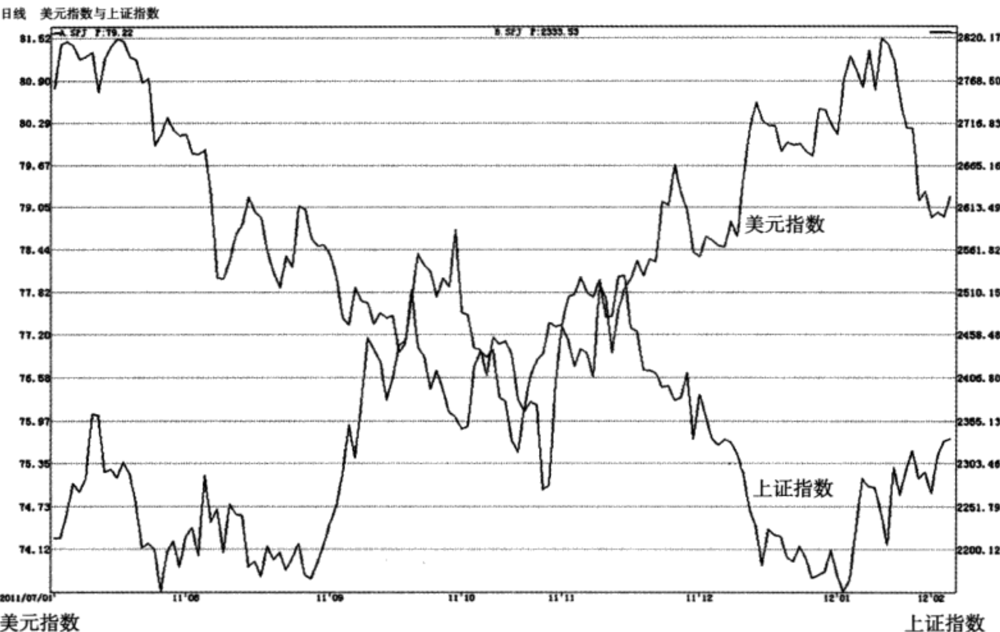


图 2-28 美元指数与上证指数



图 2-29 上证指数与伦敦现货黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



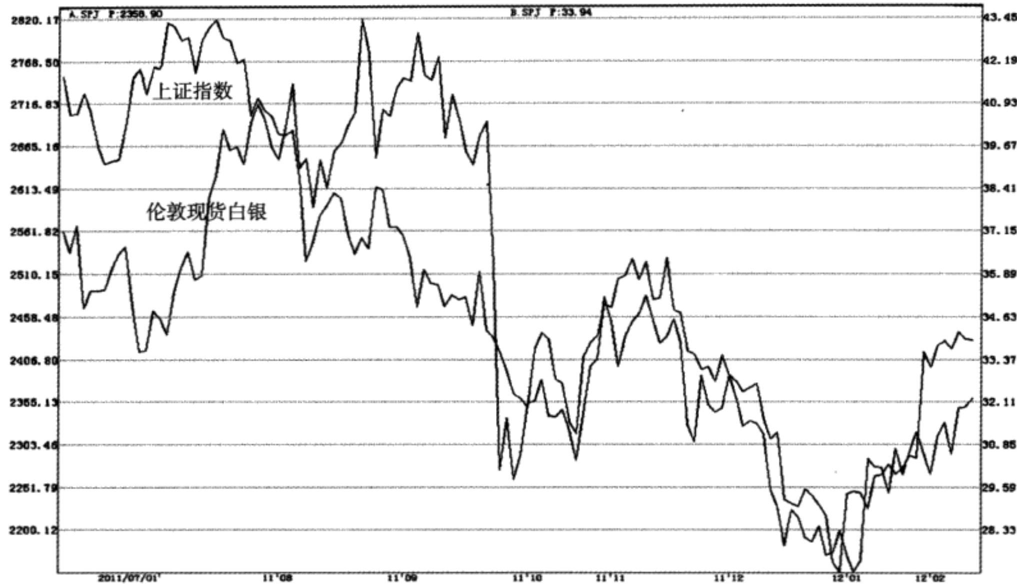


图 2-30 上证指数与伦敦现货白银

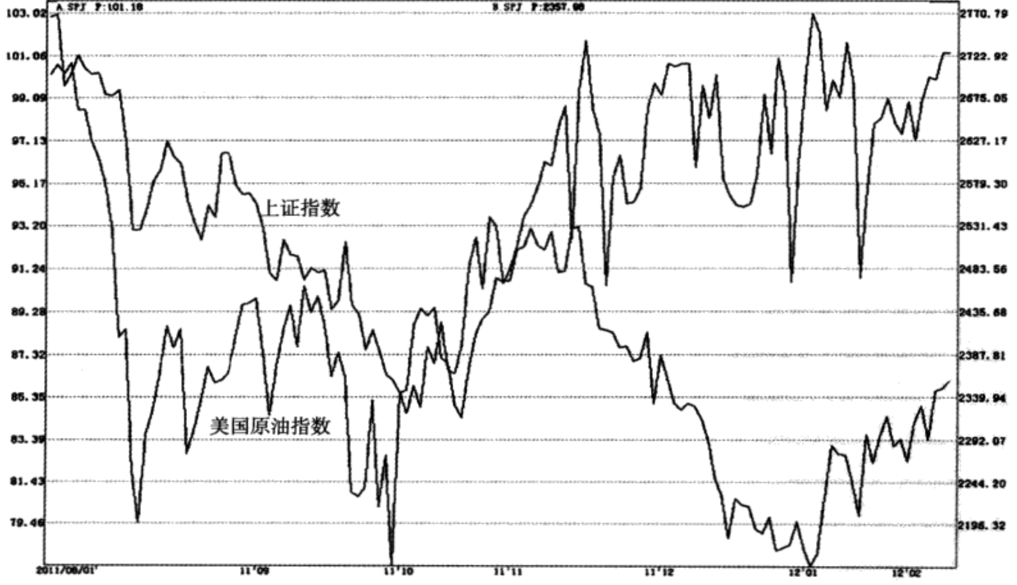


图 2-31 上证指数与美国原油指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



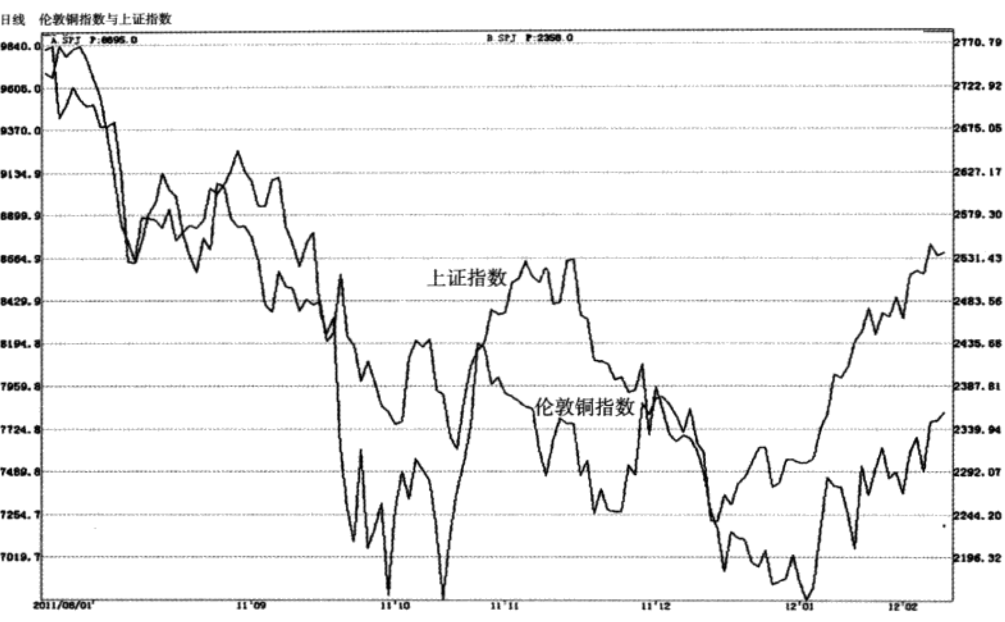


图 2-32 上证指数与伦敦铜指数

油价的走势受到地缘政治的强烈影响，这时候就会出现与上证指数不一致的走势。简而言之，原油和铜之所以与上证指数正相关性较高：一是因为原油和铜，以及上证指数都与中国经济有关；二是因为原油、铜以美元标价，与美元指数相反，而上证指数也倾向于与美元指数反向运行，所以原油和铜与上证指数会正相关。

国内某些商品期货与美元指数也存在负相关性，而这些商品期货与上证指数往往是正相关的，比如螺纹钢期货指数与美元指数是负相关的（见图 3-33），而螺纹钢期货指数与上证指数是正相关的（见图 3-34）。由于铁矿石由美元标价，所以螺纹钢的价格与美元指数倾向于反向。由于中国固定资产投资较大，对螺纹钢的需求很大，所以反映中国经济的上证指数与螺纹钢走势基本一致。

PTA 是化工产品，上端连着原油，下端连着纺织行业。美元贬值，原油价格上涨，PTA 生产成本上涨，对于 PTA 价格起支持作用。同时，由于人民币盯住美元窄幅波动，因此美元贬值带动人民币兑其他主要货币贬值，促进了中国纺织产品的出口，这对于 PTA 价格也起支持作用。所以，美元指数下降，美元贬值，PTA 价格将上升；美元指数上升，美元升值，PTA 价格将下跌（见图 2-35）。另外，PTA 价格与上证指数一样反映了中国经济增长和通胀的情况，因此 PTA 期货价格走势与上证指数大致是正相关的（见图 2-36），与美元指数大致是负相关的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



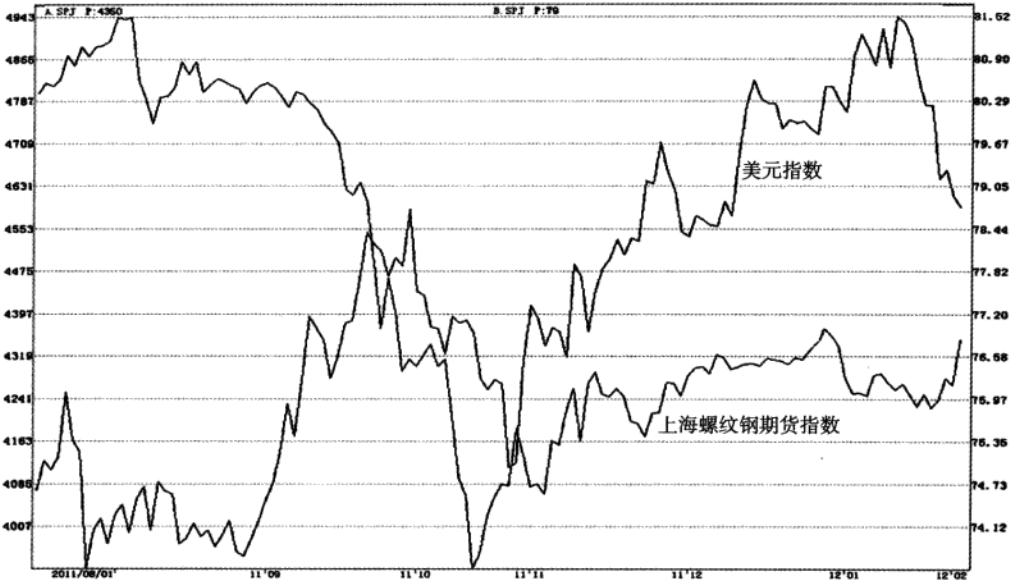


图 2-33 上海螺纹钢期货指数与美元指数

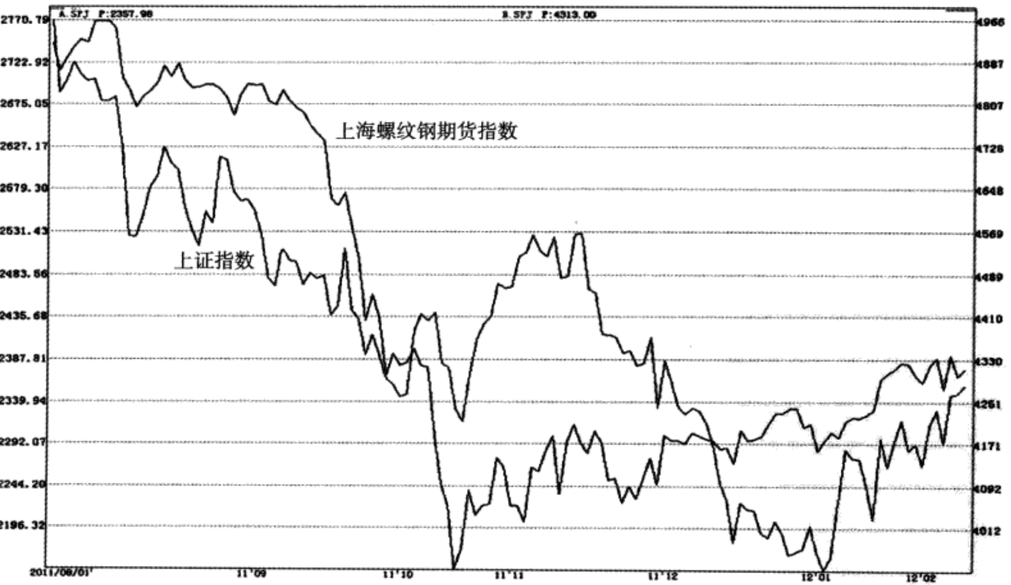


图 2-34 上海螺纹钢期货指数与上证指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



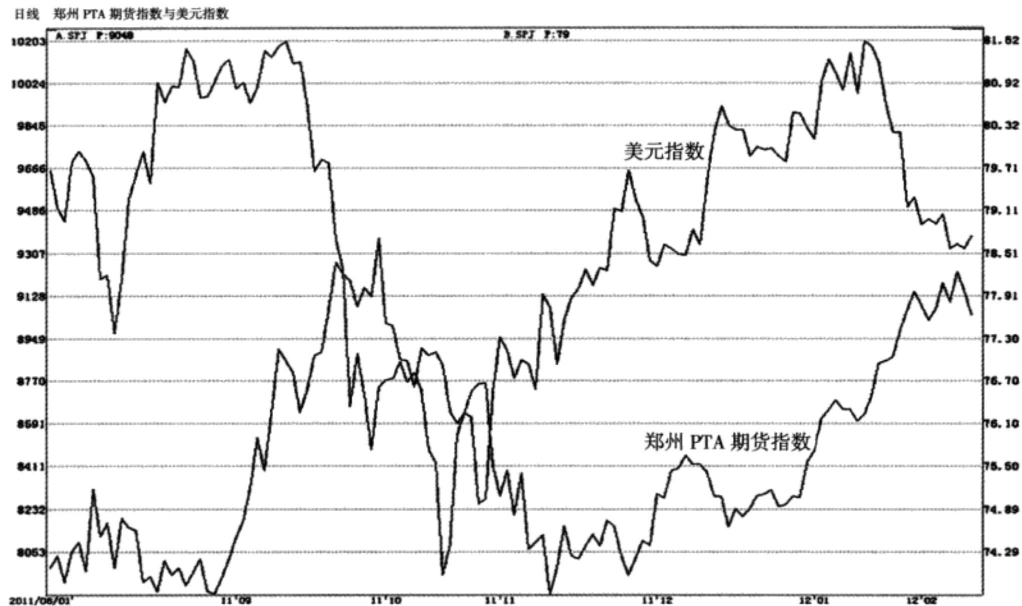


图 2-35 郑州 PTA 期货指数与美元指数

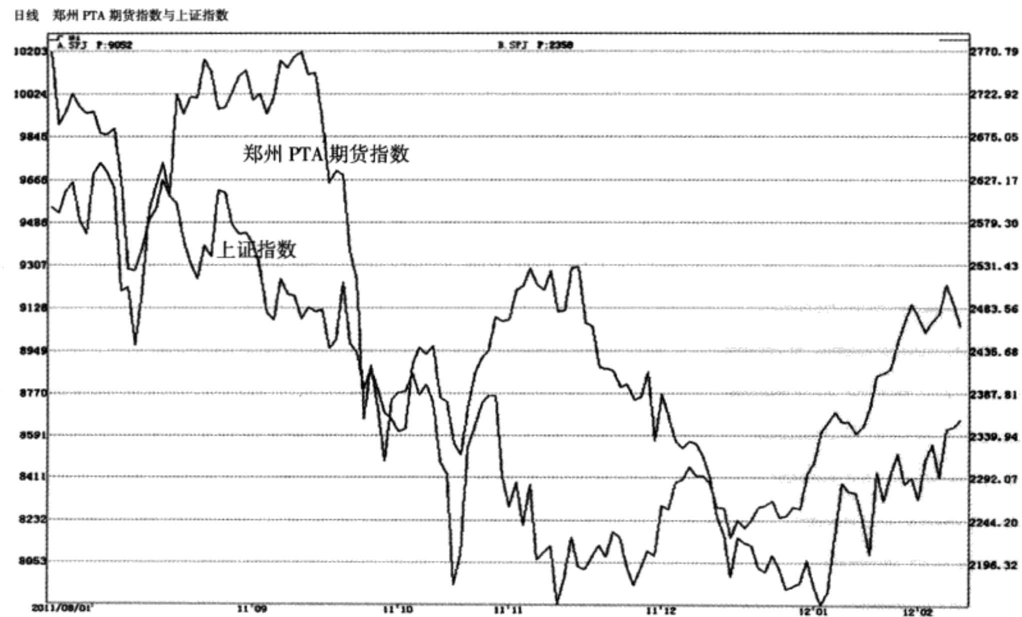


图 2-36 郑州 PTA 期货指数与上证指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



CRB 指数代表了国际大宗商品的综合走势，由于国际大宗商品都是以美元报价，所以 CRB 指数其实反映了一揽子大宗商品的美元价格，因此 CRB 指数基本与美元指数相反。CRB 指数与上证指数是什么关系呢？由于中国经济基本上是固定投资和出口驱动的，所以对大宗商品需求很旺盛，因此 CRB 指数与上证指数走势基本是同向的（见图 2-37），同时由于中国经济很大程度上取决于出口和固定资产投资，而干散货运价指数先于集装箱运价指数（第一课提到过这一点），大宗商品是进口主要对象，所以 CRB 指数部分时候可能稍微领先于上证指数，这点与第一课介绍的大类资产循环序列存在差别。

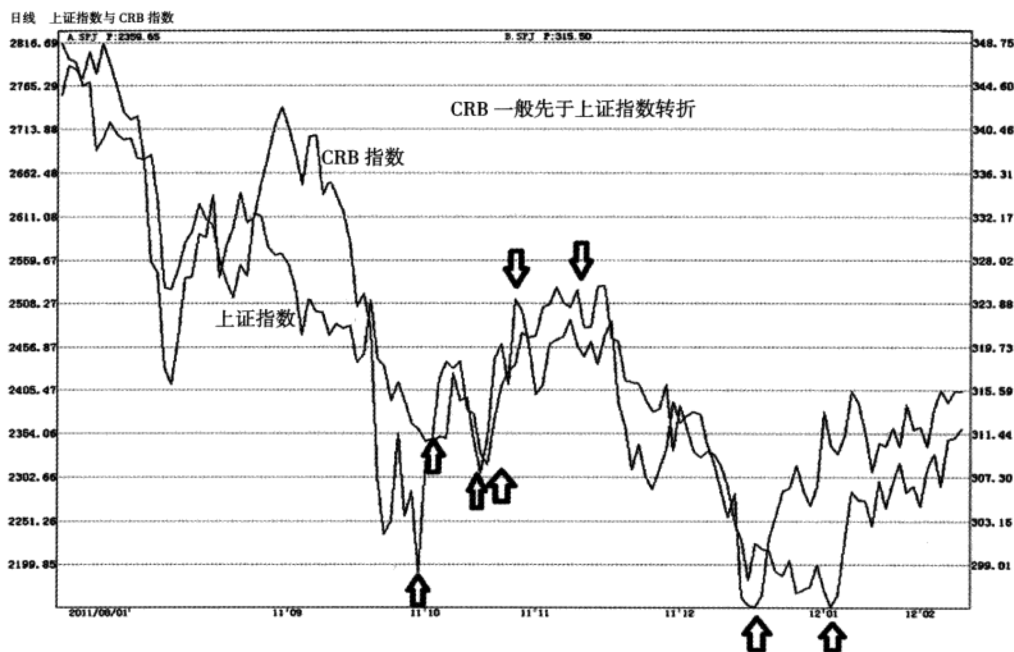


图 2-37 上证指数与 CRB 指数

上证指数与人民币汇率有怎样的关系呢？由于人民币事实上盯住美元，因此人民币兑非美货币的汇率其实与美元兑非美货币的走势密切相关。上证指数与美元人民币汇率基本同向运动。也就是说，美元兑人民币贬值与上证指数下跌是同步的（见图 2-38）。为什么会这样呢？因为美元兑人民币贬值，意味着人民币兑美元升值，而这意味着中国出口到美国的产品更贵了，这将导致中国以出口为主的经济出现减速，反映到 A 股市场上就是股市走低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



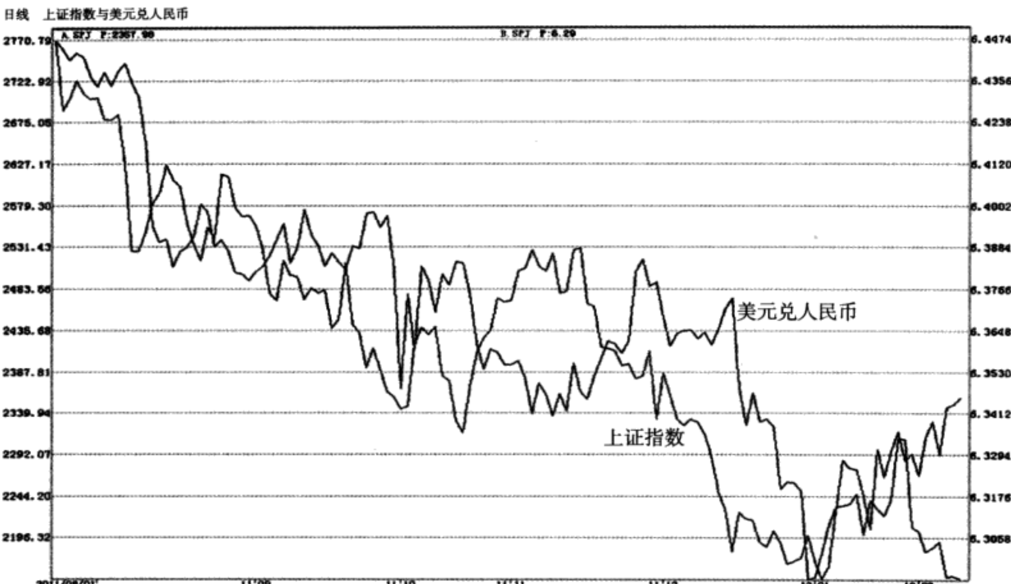


图 2-38 上证指数与美元兑人民币

欧元兑人民币的汇率会极大地影响中国制造业对欧元区的出口，当欧元兑人民币贬值的时候，中国出口就会受到影响，这时候上证指数也就走低，两者基本上是同向关系（见图 2-39）。

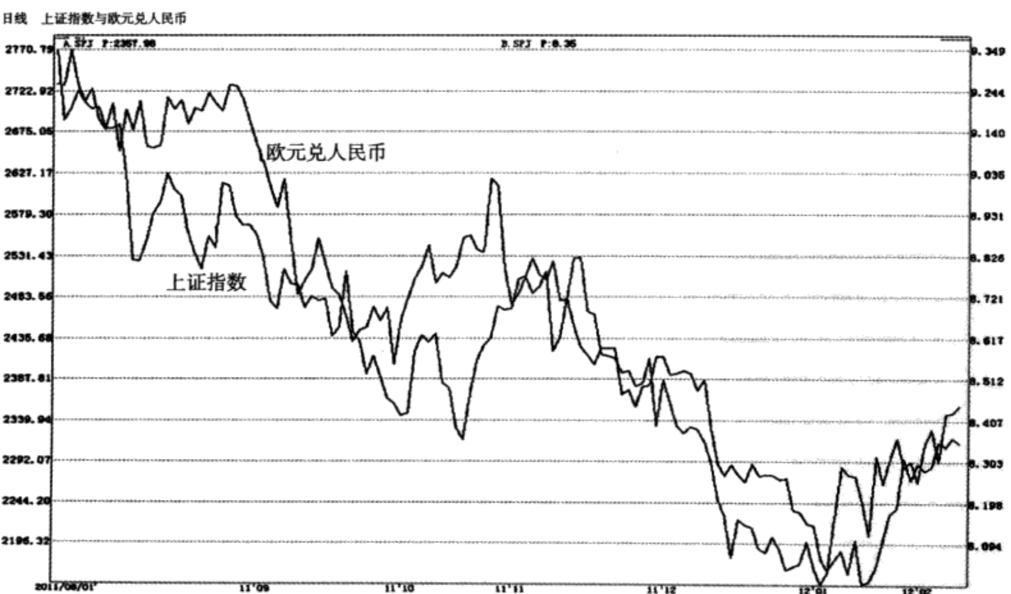


图 2-39 上证指数与欧元兑人民币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日元兑人民币的汇率（习惯上是100日元能够换取的人民币数额）其实反映了中国同日本之间的贸易条件。日元兑人民币升值，则中国向日本的出口增加，日元兑人民币贬值，则中国向日本的出口减少。所以，日元兑人民币的走势基本上与上证指数同向运动，日元兑人民币升值（汇率上涨），则上证指数上涨，日元兑人民币贬值（汇率下跌），则上证指数下跌（见图2-40）。

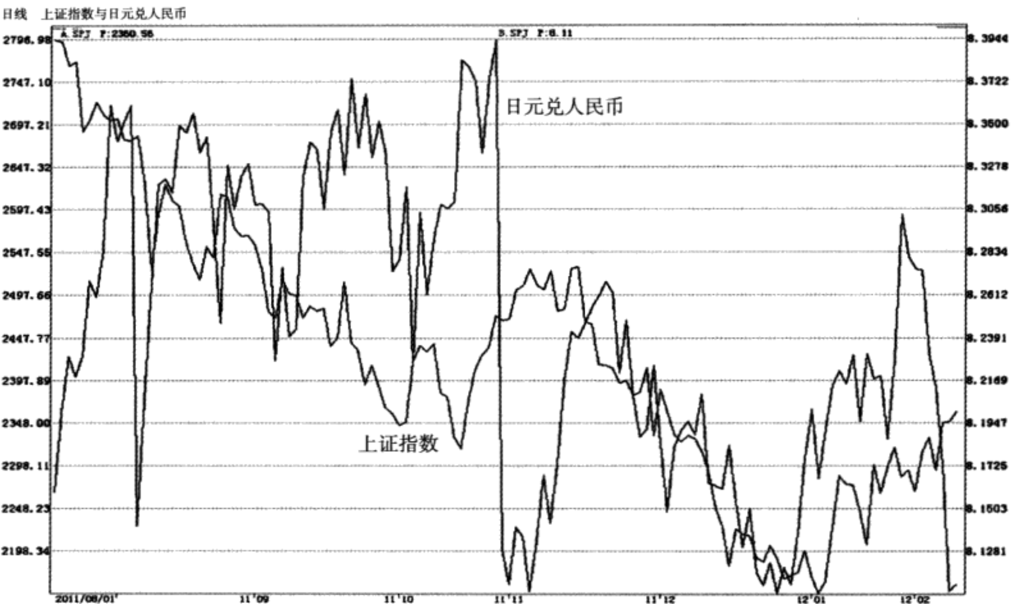


图2-40 上证指数与日元兑人民币

港元比人民币更加严格地盯住美元，所以港元兑人民币的走势与美元兑人民币的走势相类似。港元兑人民币的走势一方面反映了中国香港和中国内地的贸易条件，同时也间接反映了美国同中国的贸易条件。港元兑人民币走低，意味着人民币兑港元和美元都在升值，这就意味着中国内地出口到中国香港和美国的东西在变贵，这会让中国出口下降，反映到上证指数上就是下跌（见图2-41）。

主要非美货币兑人民币的走势其实都可以看作非美货币兑美元的走势，因为人民币事实上是盯住美元的，因此如果美元兑这些货币走低，那么人民币兑这些货币也在贬值，这将刺激中国的出口，进而带动经济的发展，反映到A股走势上就是上涨。所以，欧元兑美元走低，意味着美元升值，自然人民币也跟随美元兑欧元升值了，所以中国出口受到负面影响。另外，非美货币除了日元和瑞郎之外大多被认作是高息风险资产，与新兴市场股市联动较强，所以欧元走跌意味着全球风险资产走跌。因此，总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



体而言上证指数与欧元兑美元、澳元兑美元、英镑兑美元是同向变动（见图 2–42 到图 2–44）。

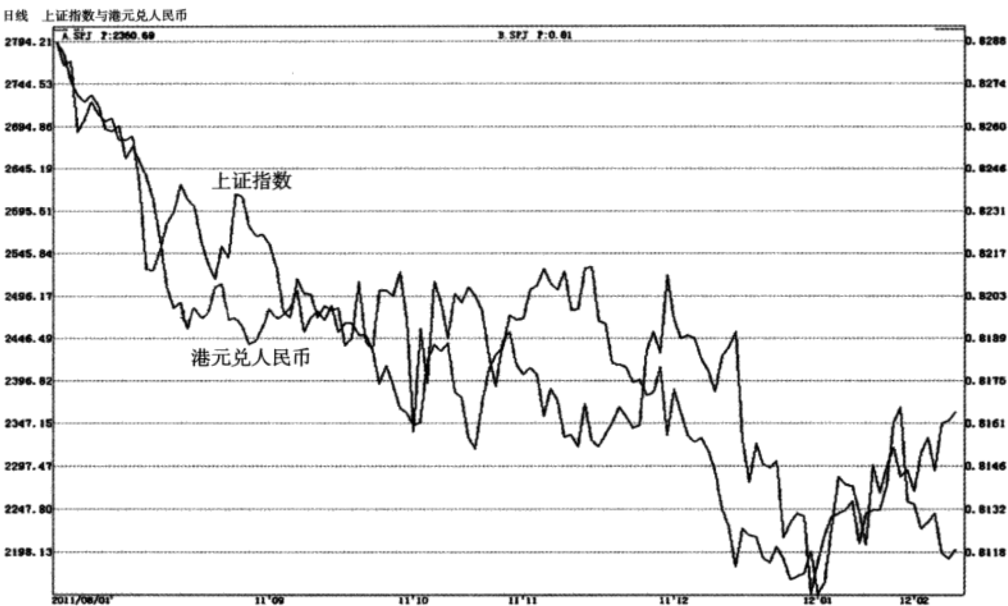


图 2–41　上证指数与港元兑人民币

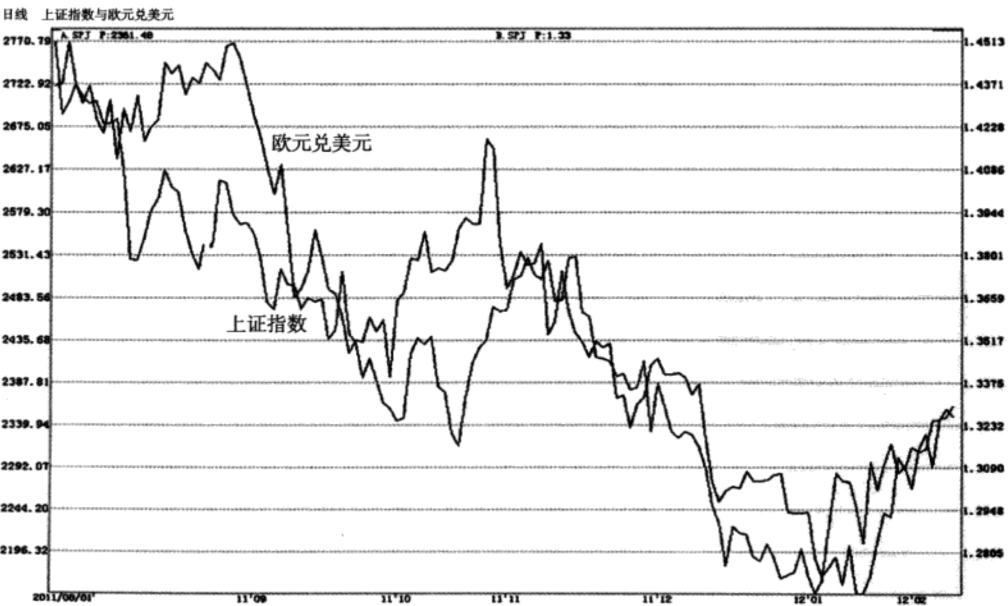


图 2–42　上证指数与欧元兑美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

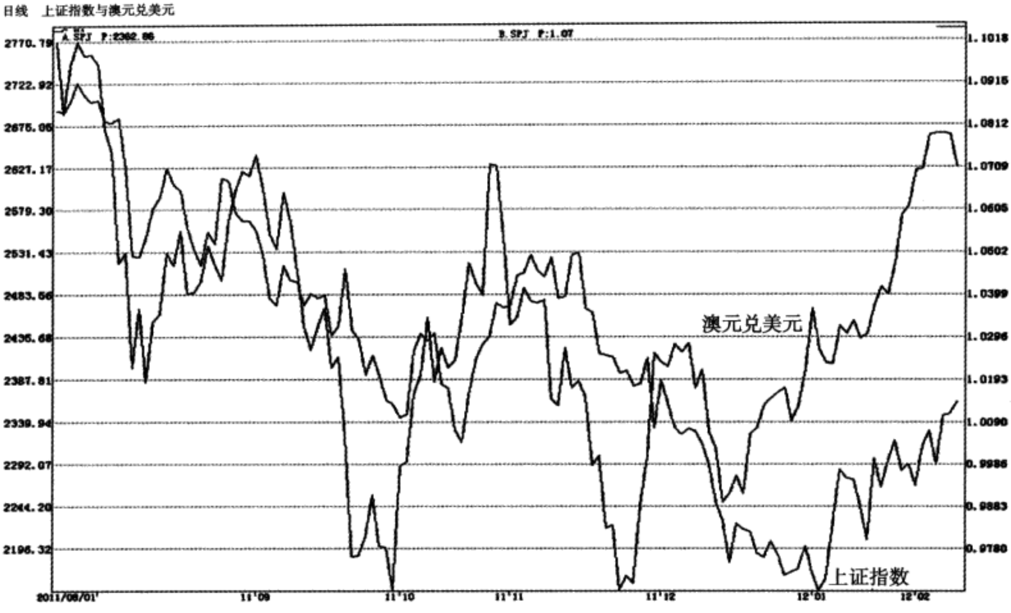


图 2–43　上证指数与澳元兑美元

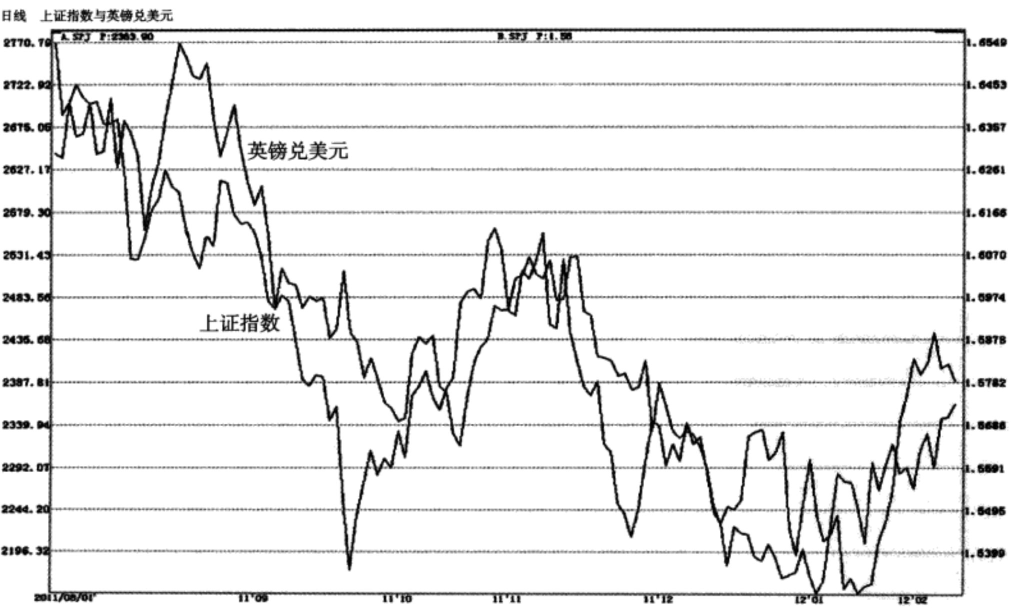


图 2–44　上证指数与英镑兑美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元兑日元、瑞郎、加元的变化会带动人民币兑日元、瑞郎、加元同向变动，进而影响中国内地对这些经济体贸易条件变化，美元兑这三种货币的汇率走势与上证指数往往是反向的（见图 2-45 到图 2-47）。

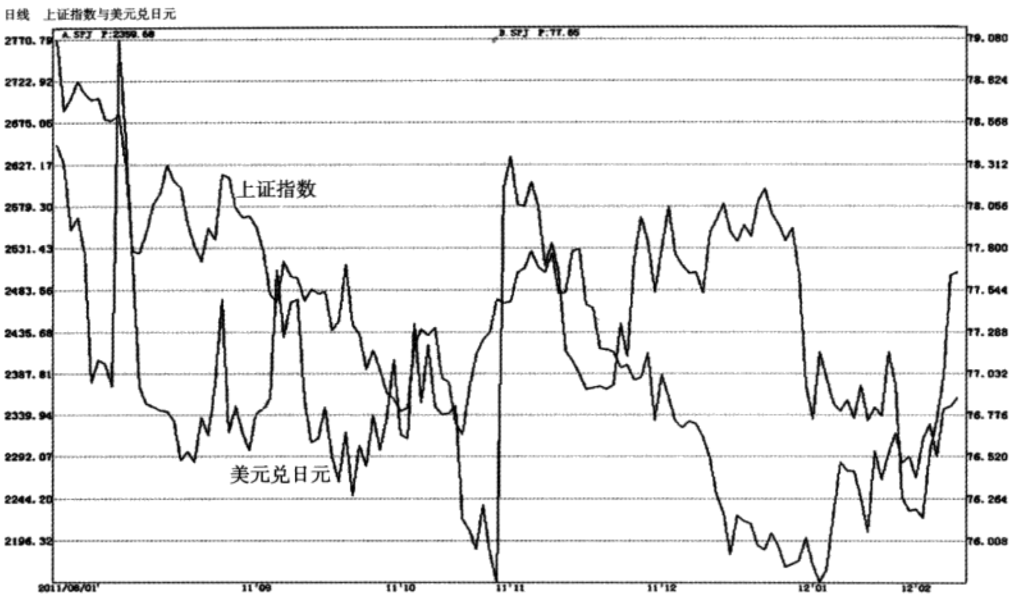


图 2-45 上证指数与美元兑日元

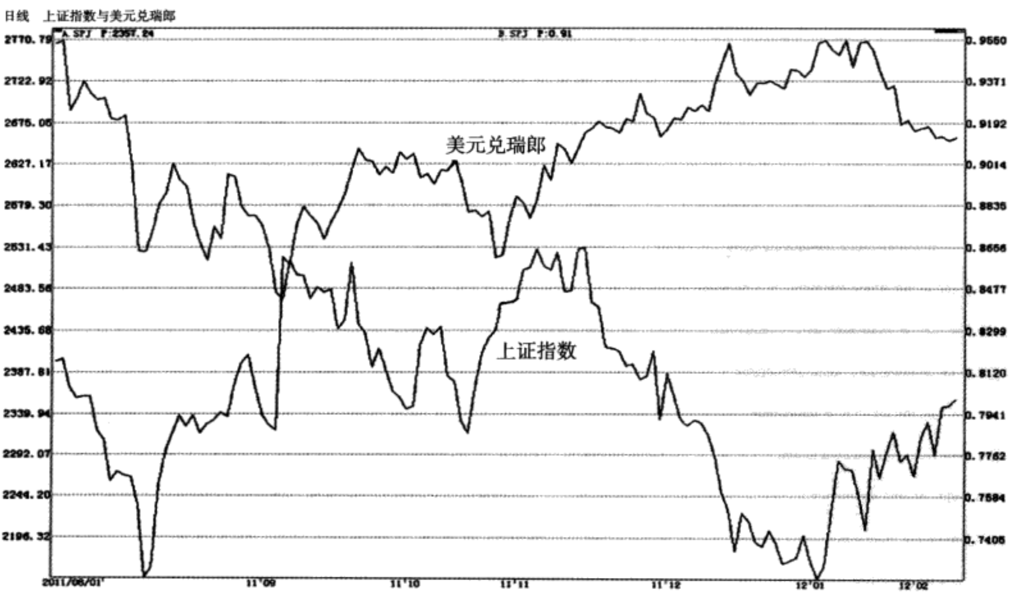


图 2-46 上证指数与美元兑瑞郎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



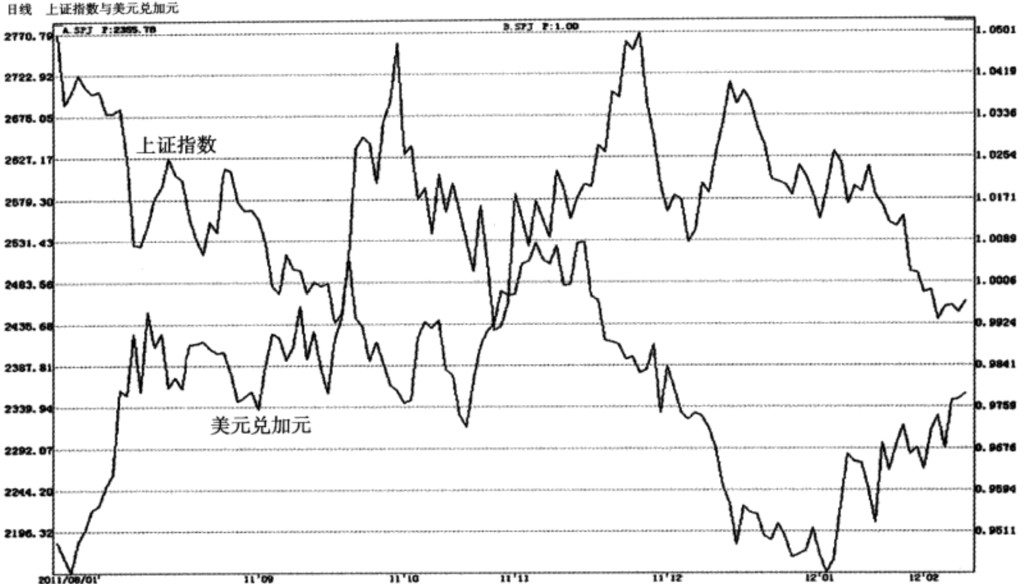


图 2–47　上证指数与美元兑加元

前文讲的是大宗商品、汇率与美元指数和上证指数的关系，接下来我们看看全球股市与美元指数以及上证指数的关系。道琼斯指数与标准普尔 500 指数是美国经济的风向标，这两个指数在这几年基本与美元反方向波动，但趋势却未必相反（见图 2–48 和图 2–49）。

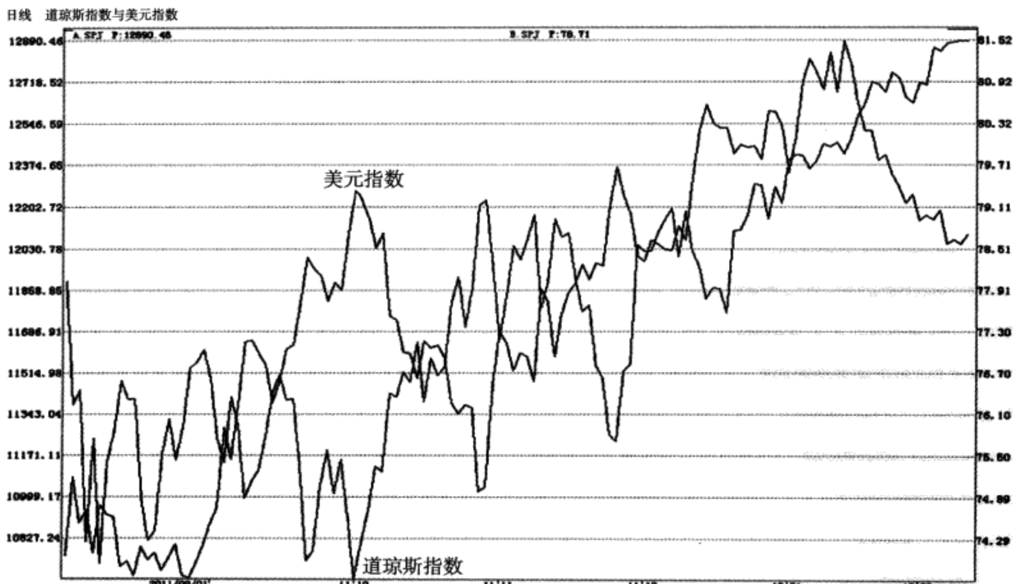


图 2–48　美元指数与道琼斯指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



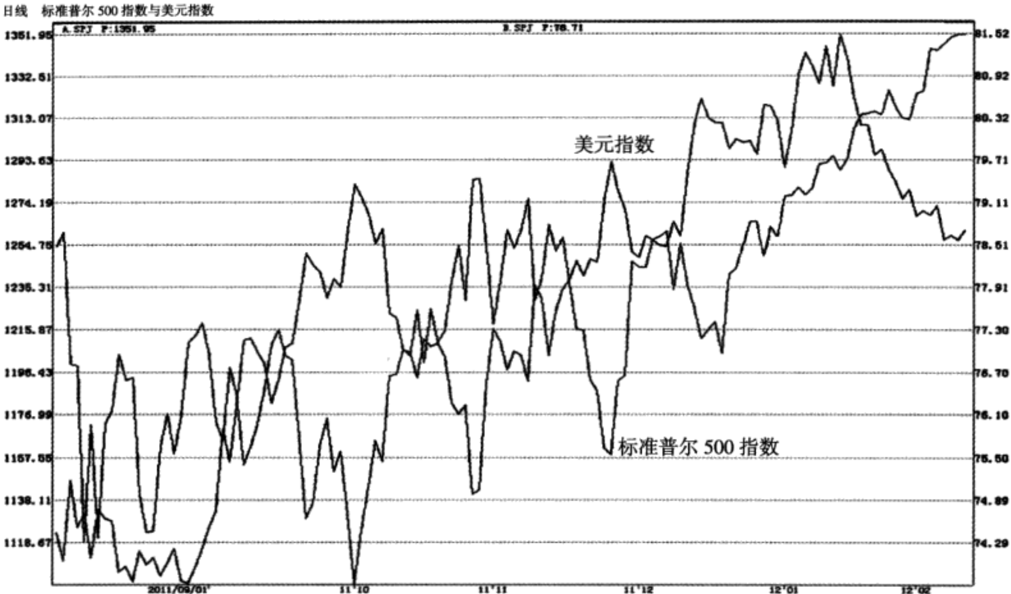


图 2-49 美元指数与标准普尔 500 指数

标准普尔 500 指数比道琼斯指数更加全面地反映了美国股市的整体动向，我们看看它与上证指数的关系。由于互联网泡沫破灭之后，国际资金撤出了美国股市，所以美元指数与标准普尔 500 指数不再是正相关的，国际资金往往在避险的时候选择美国国债，由此导致对美元兑换需求增加，这样美国国债而不是美国股市与美元指数正相关。从图 2-50 中可以发现，标准普尔 500 指数有先于上证指数运动的倾向。

纳斯达克指数更多地反映了高风险偏好资本的进出，而美元指数最近十年更多地反映了风险厌恶资本对美国国债的需求，所以两者基本是波动负相关的（见图 2-51）。由于纳斯达克是高风险市场，而 A 股市场作为新兴市场股市也是高风险市场，加上中国重要的出口对象是美国，所以纳斯达克指数与上证指数走势基本相一致（见图 2-52）。

其他一些股市与美元指数基本都是反向运动的，而上证指数与这些股市基本都是同向运动的。比如澳大利亚股市的重要指数澳洲综指与美元指数也是反向运动的（见图 2-53），而澳洲综指与上证指数基本是同向运动（见图 2-54）；日经 225 指数较 A 股提前一些开盘，可以作为 A 股开盘走势的指引，从图 2-55 和图 2-56 可以看到日经 225 指数与美元指数基本反向运动，与上证指数基本同向运动；图 2-57 表明美元指数与台湾加权指数负相关，而图 2-58 表明上证指数与台湾加权指数正相关；图 2-59 表明美元指数与恒生指数负相关，而图 2-60 表明上证指数与恒生指数正相关，所以判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

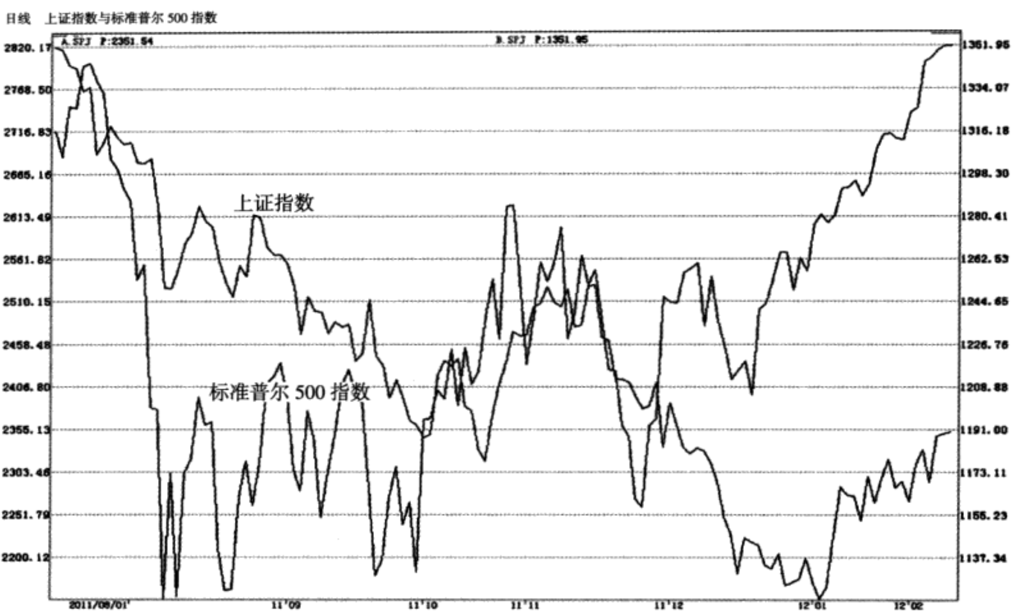


图 2-50 上证指数与标准普尔 500 指数

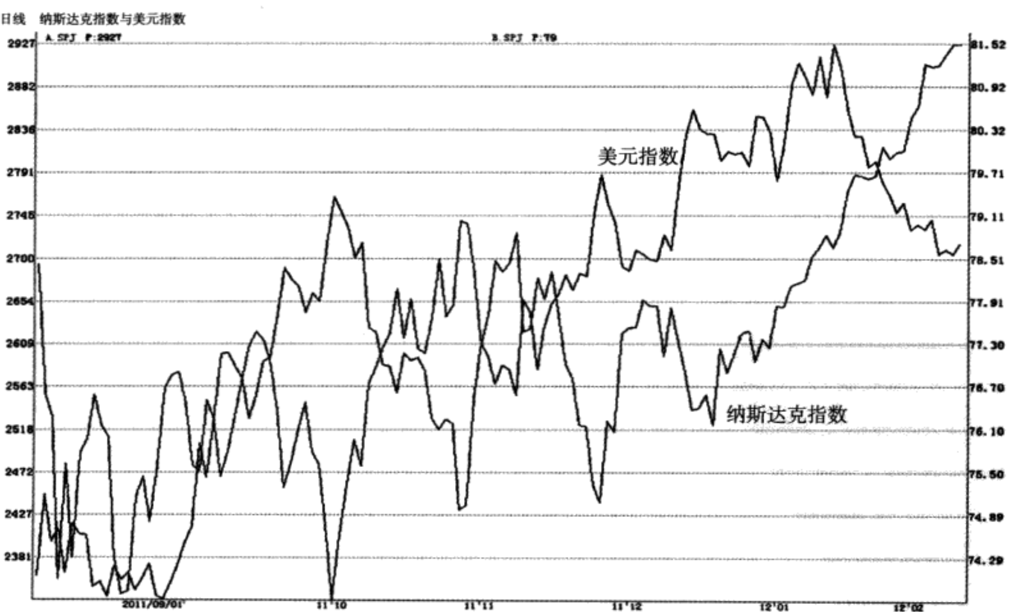


图 2-51 美元指数与纳斯达克指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



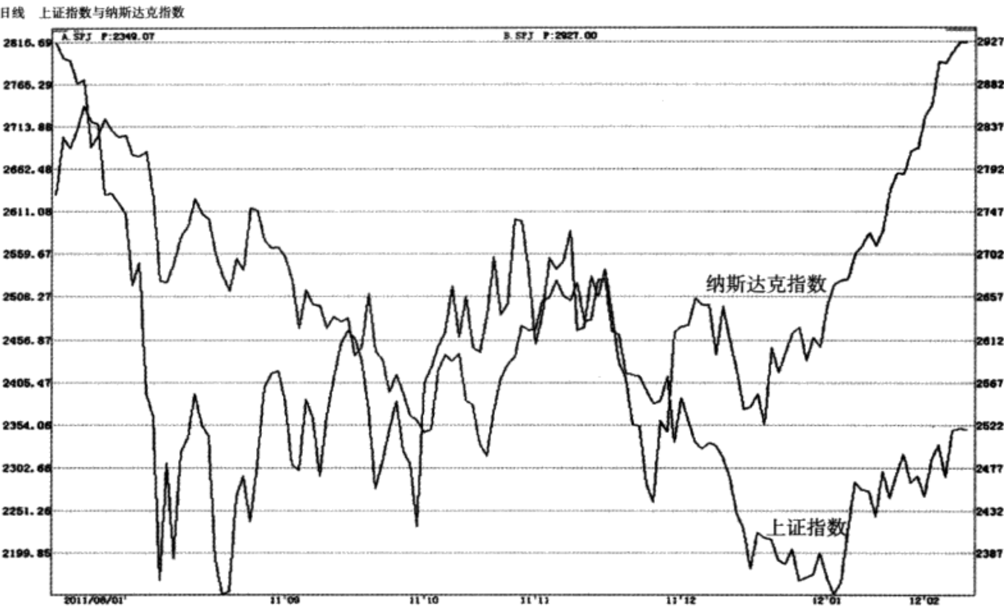


图 2-52 上证指数与纳斯达克指数

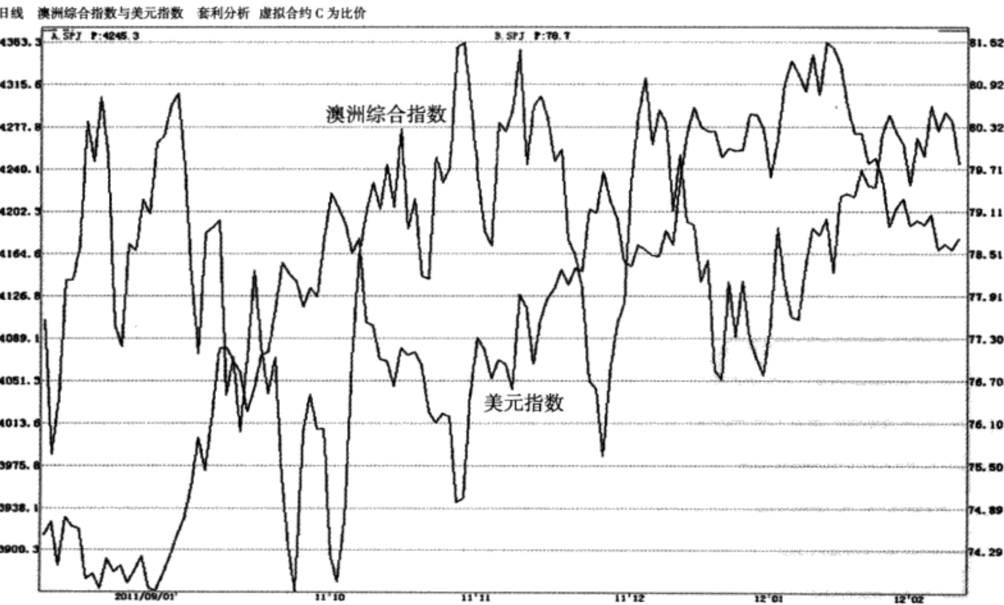


图 2-53 美元指数与澳洲综合指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

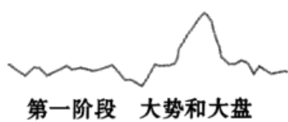




图 2–54　上证指数与澳洲综合指数

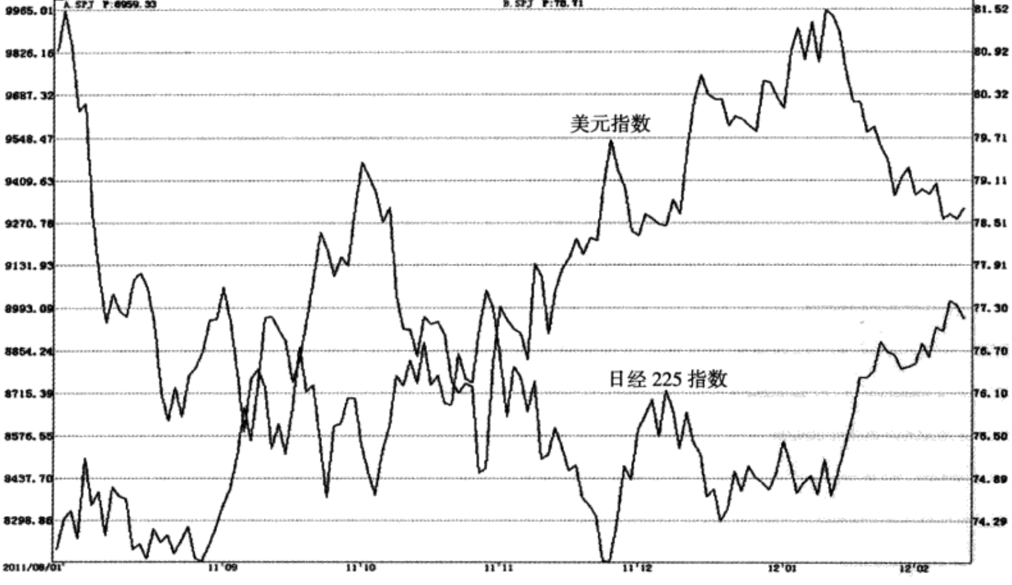


图 2–55　美元指数与日经 225 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 2-56 上证指数与日经 225 指数

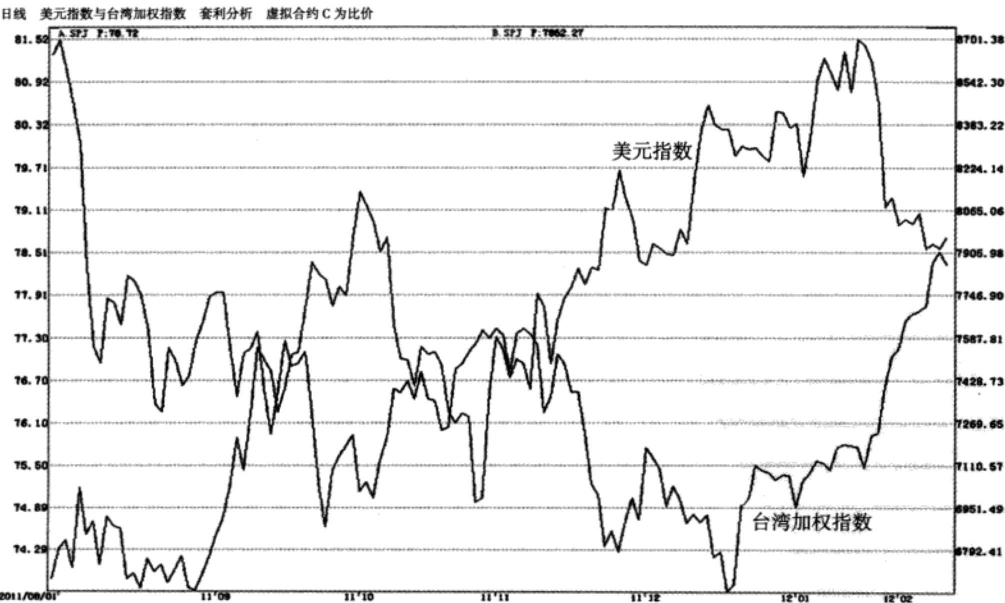


图 2-57 美元指数与台湾加权指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

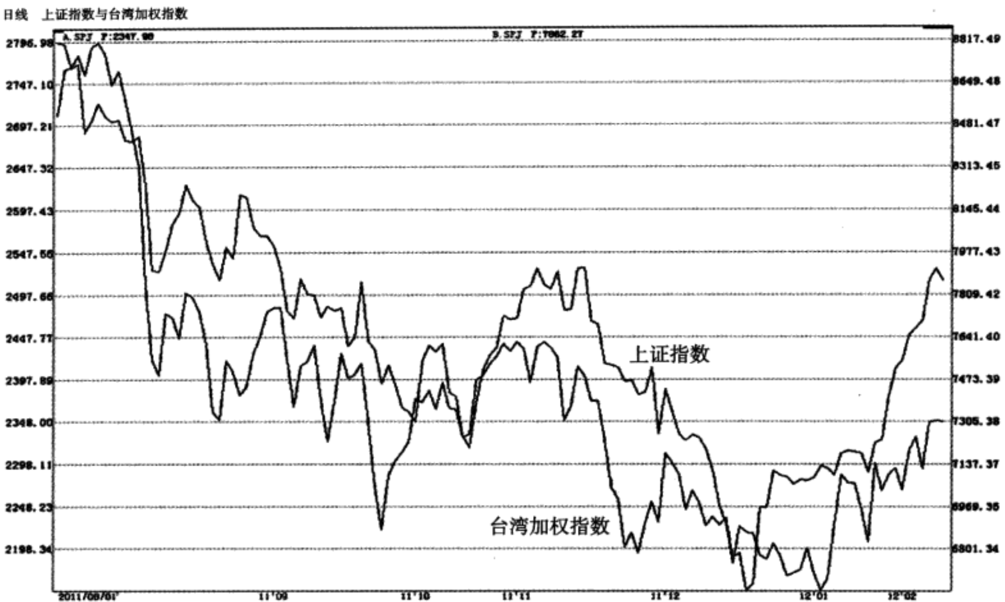


图 2-58 上证指数与台湾加权指数

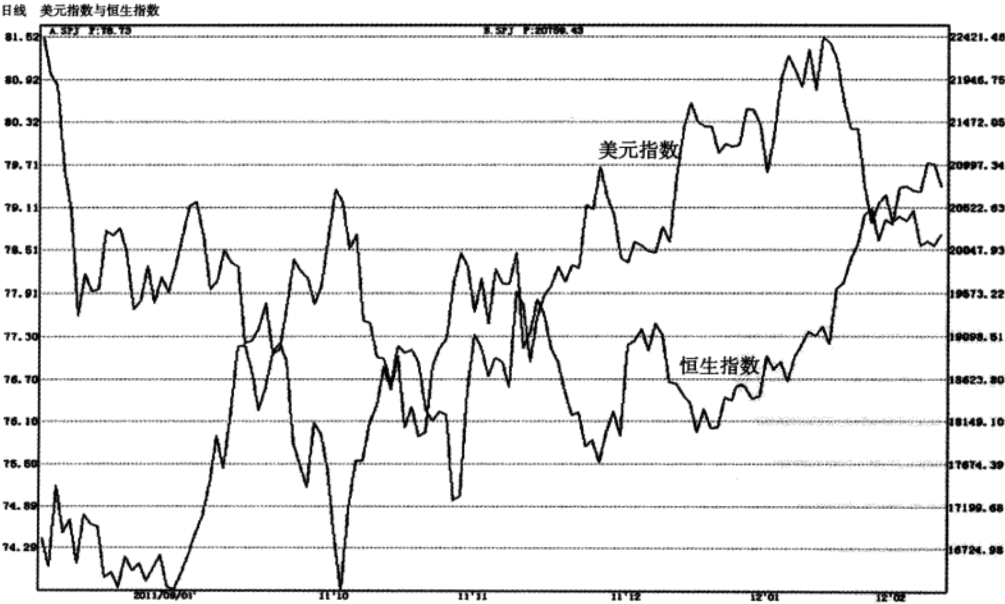


图 2-59 美元指数与恒生指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 2-60　上证指数与恒生指数

A 股大势的时候也要看恒生指数的走势，看看这个指数与美元的走势关系；图 2-61 显示了美元指数与恒生国企指数呈现负相关，而图 2-62 显示的是上证指数与恒生国企指数，恒生国企指数在很多时候领先于上证指数；CAC40 指数是法国股市的风向标，图 2-63 显示美元指数与 CAC40 指数负相关，而图 2-64 则表明上证指数与 CAC40 指数呈正相关性；金融时报指数是英国股市的风向标，图 2-65 显示美元指数与金融时报指数基本呈现负相关，而图 2-66 表明上证指数与英国金融时报指数基本呈现正相关；法兰克福指数是德国股市的风向标，图 2-67 表明美元指数与法兰克福指数负相关，而图 2-68 则表明上证指数与法兰克福指数正相关。A 股创业板指数与美国纳斯达克指数类似，代表了高风险资产，这个指数与美元指数明显负相关（见图 2-69）。

我们已经浏览了大宗商品市场、外汇市场、股票市场，可以发现这些市场与美元指数基本负相关，与上证指数基本正相关。美元供给增加的时候，美元指数走跌，大宗商品市场、非美货币，包括 A 股在内的股票市场倾向于上涨；美元供给下降的时候，美元指数上涨，大宗商品市场、非美货币，包括 A 股在内的股票市场倾向于下跌。其实，除了德国国债、美国国债等优质债券之外，美元指数基本上与大多数主要资产呈现反向运动，包括新兴市场国家的房地产等，所以我们做 A 股就不能不关心美元指数，不得不关心美联储的货币政策这个流动性的远端供给。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



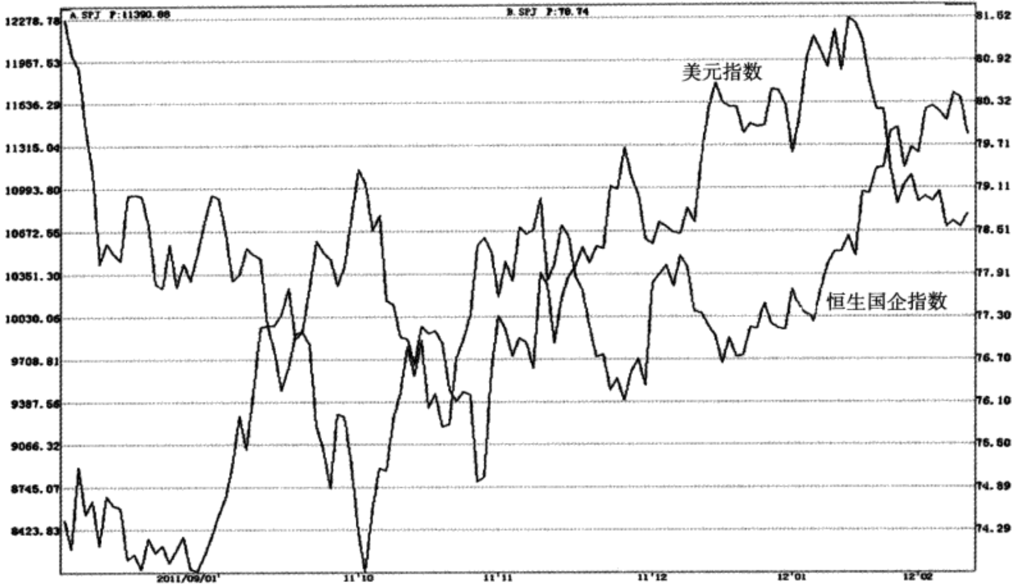


图 2-61 美元指数与恒生国企指数

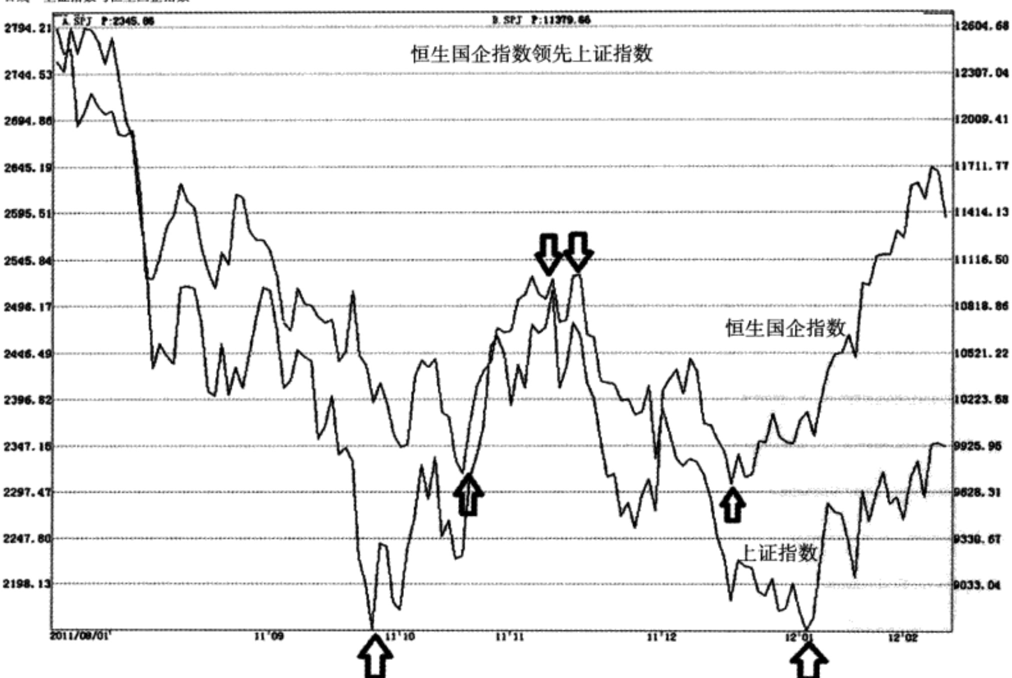


图 2-62 上证指数与恒生国企指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



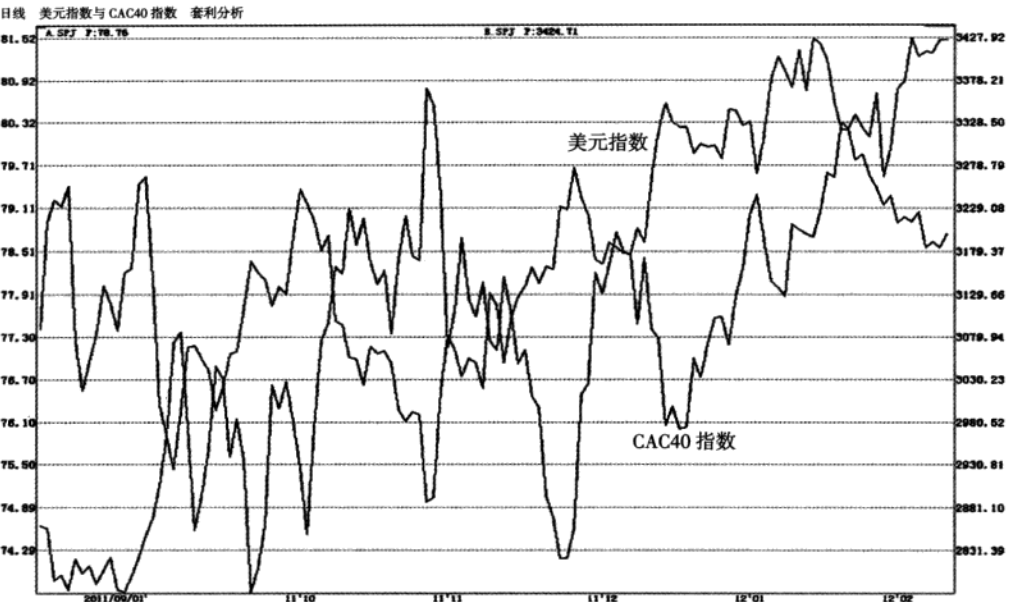


图 2-63 美元指数与 CAC40 指数

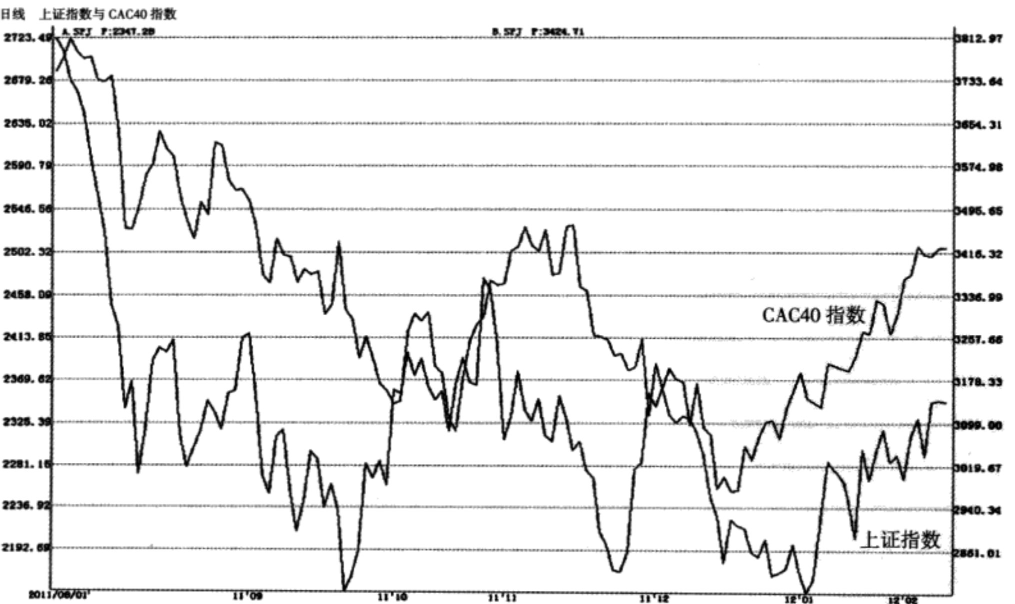


图 2-64 上证指数与 CAC40 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



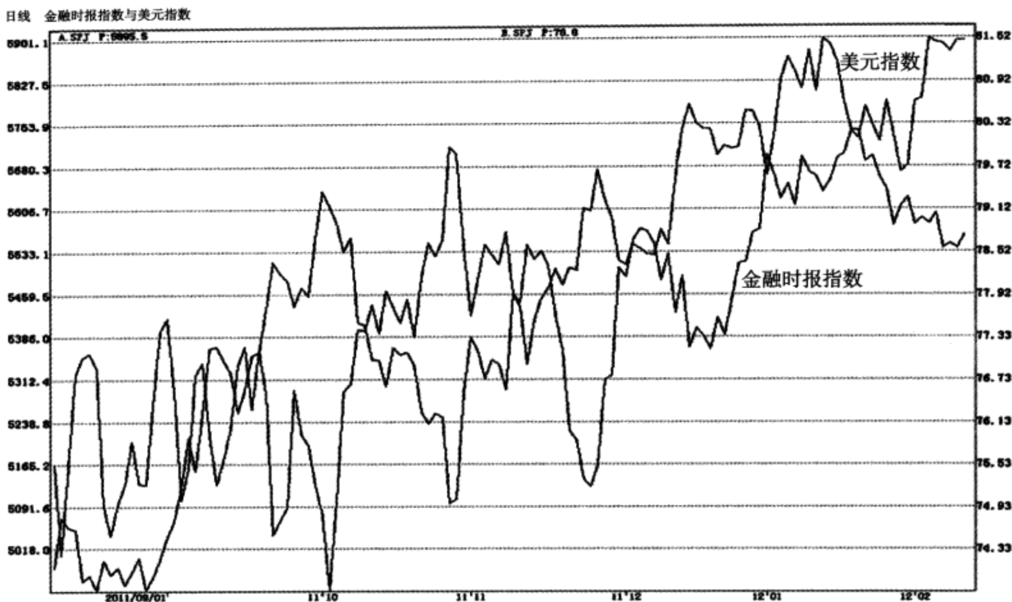


图 2-65 美元指数与金融时报指数

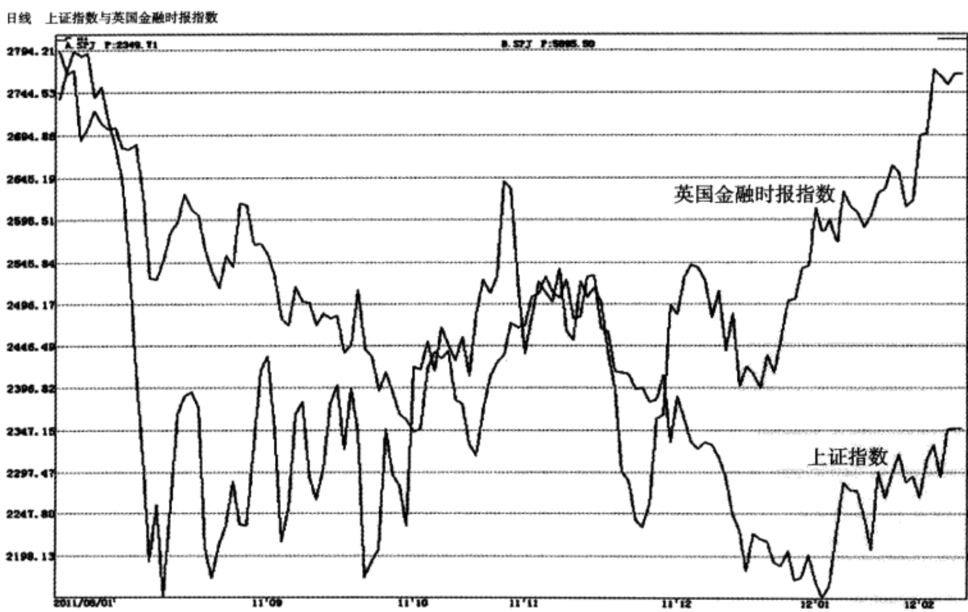


图 2-66 上证指数与英国金融时报指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



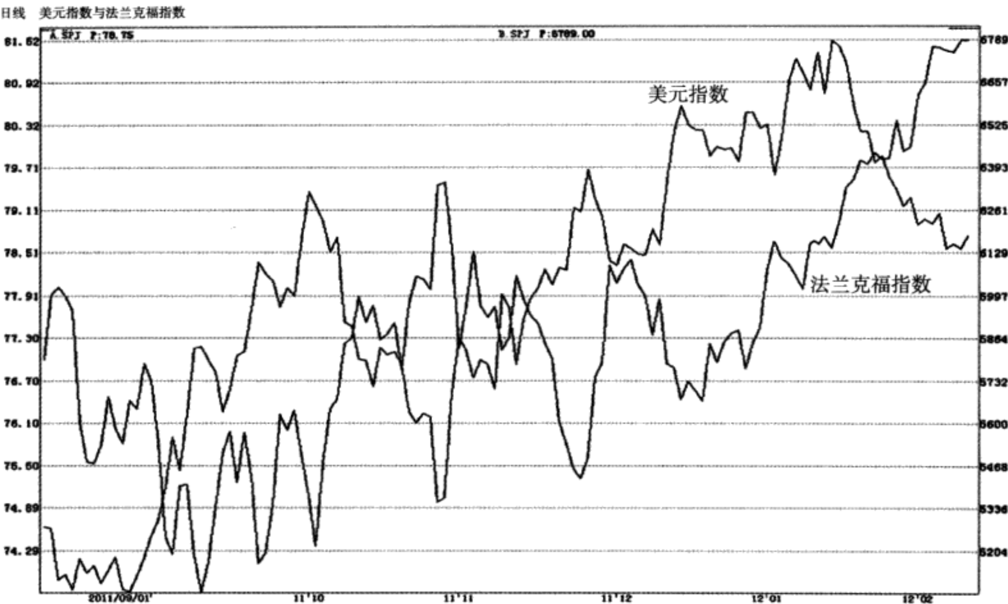


图 2-67 美元指数与法兰克福指数

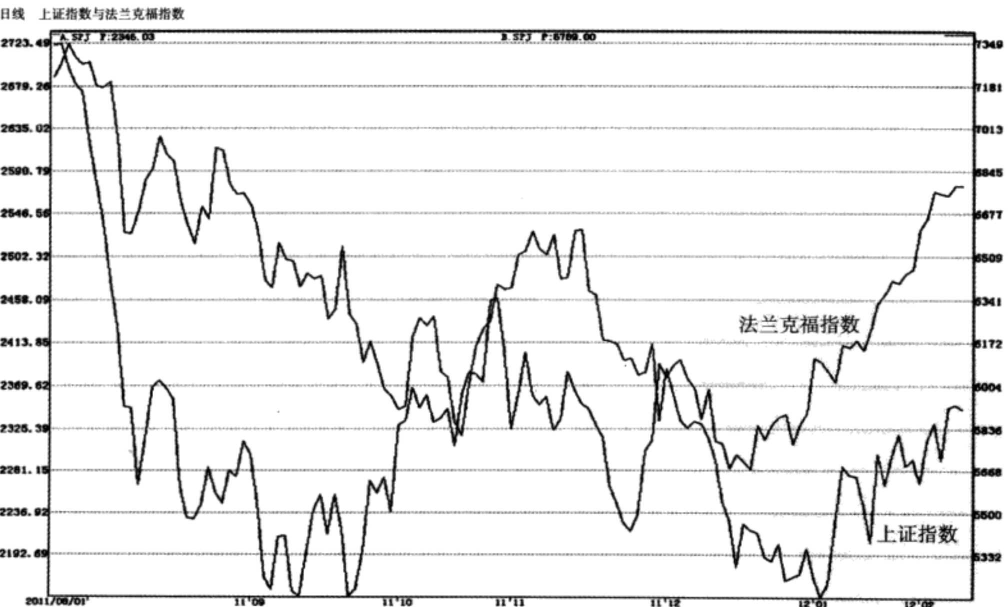


图 2-68 上证指数与法兰克福指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



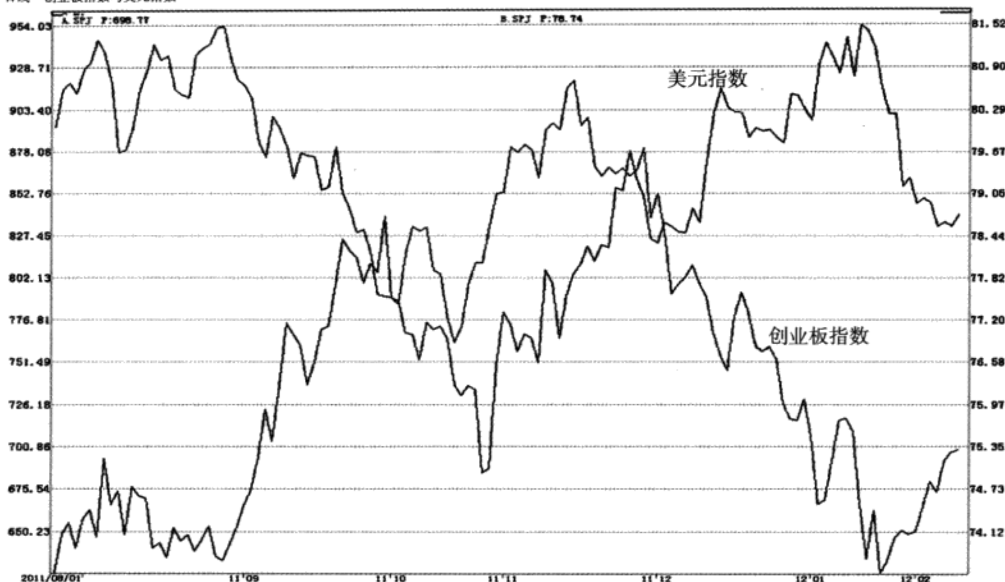


图 2–69 创业板指数与美元指数

中美的央行货币政策、货币市场利率以及人民币汇率等都是比较宏观而抽象的流动性指标，大家可能对此感到不好把握，那么我们就可以从银行的角度来跟踪流动性。银行是中国社会资金的集散地，银行资金流向与股市大势密切相关。股市和房地产市场是中国最为重要的资产市场，中间则是银行，银行资金的流向影响着股价和房价的涨跌趋势。1995~1997 年股市上涨 6 倍、2005~2007 年股市上涨 6 倍都是银行资金流向股市的结果，没有银行储蓄的支持就不可能有大牛市。**社会情绪和政策支持资金从银行流向股市的规模和持续时间决定了股市大盘的趋势。如果缺乏后续流入资金，那么先前的获利盘就会成为抛压盘，因为缺乏充足的新进场资金来充当对手盘。**由此看来搞清楚银行储蓄的变化可以很好地把握股市大盘的走势，如何查看银行储蓄的变化呢？这个可以参看中国人民银行的定期报告。总之，你可以从中国人民银行和美联储的货币政策了解 A 股市场所处流动性环境，进而对 A 股大势进行判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈尔兹法则：确认大盘指数趋势的傻瓜工具

当市场下跌16%的时候，指数将以83%的概率下跌21%，以46%的概率下跌35%；当市场上涨19%的时候，指数将以95%的概率上涨29%，以50%的概率上涨80%以上。

——杰克·施耐普

我们必须能够在趋势开始之初就识别出它，而且趋势持续的时间必须足够长，这样我们才有机会赚钱。

——查尔斯·D.科克帕翠克

美国人塞拉斯·哈尔兹在1883年进入股票市场进行操作，到1936年，他用了53年的时间将最初的10万美元原始资本增值为1440万美元。他用的方法比今天所有的交易者采用的技术分析都要简单得多：当指数或者个股从低价上涨10%之后才介入，当指数或者个股没有从最高点下跌10%时不卖出股票。在卖出股票之后，股价必须再次从低点上涨10%才能再度买入。

那么，这个简单的方法在今天是否仍旧有效呢？说到这里不得不提到三个人，第一个人是台湾同胞杨基鸿先生，他用来判断指数趋势的方法与哈尔兹的方法有异曲同工之妙：**指数从最近低点上涨幅度超过10%表明大盘处于上涨趋势，当指数从最近高点下跌幅度超过10%则表明大盘处于下跌趋势。**当然，杨基鸿先生是一位资深的技术分析研究者，我们应该看看其他两个人如何看待这种通过初始涨幅确定趋势开始的方法。第二个人是道氏理论的当代领军人物杰克·施耐普，他指出：当市场下跌16%的时候，指数将以83%的概率下跌21%，以46%的概率下跌35%；当市场上涨19%的时候，指数将以95%的概率上涨29%，以50%的概率上涨80%以上。他这么多年来一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



坚持公开自己的操作信号，按照这个思路他的绩效也非常了得。第三个人则是股市天天向上中的“功夫熊猫”袁郑建先生，这个选手以几万资本做到千万级别，他介绍自己的大盘趋势确定方法时基本上与哈尔兹一样。

我们在《外汇交易三部曲》中提到过 3N 法则，其中的一个 N 就是“**上涨 N%表明上升趋势确定，下跌 N%表明下降趋势确定**”，其中这个 N 大家的定义不同，但是基本上在 10~20 的范围之内，也就是说大盘上涨 10%~20%之后我们应该采取牛市策略，大盘下跌 10%~20%之后我们应该采取熊市策略。当然，这个法则只是我们多重判断工具中的一种，作为股票短线操作者我们需要“交叉验证”和“多重过滤”，具体的判断结论还需要结合本教程介绍的其他大势剖析工具，比如流动性法则、成交量法则、N 字结构等。哈尔兹法则作为一种纯技术的工具具有**一切技术工具的根本弱点：只能作为确认工具，无法作为预测工具**。或许你认为艾略特波浪理论或者是江恩法则可以用来预测市场，其实它们也只是提供了多个可能性而已，至于到底会怎么样，还是要落实到行情本身。

哈尔兹法则，或者简称为 N%法则，除了用来分析大盘指数之外，也可以用来分析个股，其实哈尔兹法则最初就是建立在对个股的分析之上的。有人曾经专门统计过哈尔兹法则在个股交易上的绩效。如果单独按照哈尔兹法则进行买卖操作的话也能够获利，但是胜算率接近 50%，并且不到 50%，而平均盈利略大于平均亏损。但是，如果加上其他过滤指标（如加上 13 期移动平均线），则可以将胜算率提高到超过 50%，同时平均盈利也显著大于平均亏损。

本课是开讲以来最短的一课，也是最简单的一课，但是却是最需要“体悟”的一课，没有足够丰富的临盘实战经验，你很难坚守本课给予的“简单主张”。第一课我们讲经济周期和跨市场分析，花了可能是本书最多的笔墨，因为这牵涉大盘判断最关键的技巧。第二课讲流动性其实就是在第一课基础上的延伸，流动性是经济周期引发的，并在跨市场中发生，由于流动性甚至比公司业绩对股市趋势的影响更大，因此第二课也算得上是本课最为重要的课程之一，除此之外恐怕就算第十三课重要了。而本课则可能是全书中最为简短的一课，在许多技术分析专家看来，这么简单的东西怎么可能有效？其实，技术分析越简单越好，很多人之所以一直未能在金融市场上持续盈利，诱因之一就是太痴迷于精巧而复杂的技术分析工具和指标了。

为什么在介绍了流动性之后马上就介绍哈尔兹法则？第一，为了让大家明白我们不是纯基本面分析，中短线交易实践必须有一点技术分析的基础，哪怕是仅仅看价格和成交量；第二，哈尔兹法则真的是一个我们见过最简单但却被圈内人所证明最有效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的趋势确认方法（想想我们为什么用了“确认”一词，而不是“预测”或者“判断”呢?）；第三，刚学了经济周期和流动性在判断大势方面的作用和技巧，具体怎么到实践中，讲多了不行，引入哈尔兹法则可以将大家将基本分析与交易进出场简单地连接起来，不至于无从下手。

哈尔兹本人是将这个法则作为进出场信号，但是圈内人一般将这个法则作为趋势确认信号。并且，我们十课都是围绕大盘和大势展开的，所以我们在这里是围绕如何利用哈尔兹法则判断指数趋势展开的。首先，我们先讲哈尔兹法则的三种参数在上证指数趋势判断上的实例。接着，我们介绍 N%与两种交易策略的关系，这两种交易策略我们将在第二十一课详细介绍。最后，我们将哈尔兹法则与第二课学到的流动性法则结合起来运用，这部分是本课最为重要的，因为它表明本教程学习者应该不断将新学的技巧融入既有理论和技巧框架中，综合地应对市场变化和交易实践。

我们来看哈尔兹法则的三种参数在上证指数趋势判断上的实例。所谓三种参数，其实就是 10%、15%和 20%，这是圈内采用 N%法则判断趋势时惯用的方法，当然这几个参数主要是用于股票市场，外汇和期货市场基本是杠杆交易所以参数要小一些。就 A 股市场而言，10%法则意味着：如果指数长期大幅下跌之后从最低点上涨超过 10%，则确认向上趋势（见图 3-1）；如果指数长期大幅上涨之后从最高点下跌超过 10%，则确认向下趋势（见图 3-2）。15%法则意味着：如果指数长期大幅下跌之后从最低点上涨超过 15%，则确认向上趋势（见图 3-3）；如果指数长期大幅上涨之后从最高点下跌超过 15%，则确认向下趋势（见图 3-4）。20%法则意味着：如果指数长期大幅下跌之后从最低点上涨超过 20%，则确认向上趋势（见图 3-5）；如果指数长期大幅上涨之后从最高点下跌超过 20%，则确认向下趋势（见图 3-6）。从三种参数设定下的哈尔兹法则可以发现，对于上证指数的趋势性运动和大行情，这个法则都能够很好地识别，同时能够避免次级折返和调整等市场杂音对我们趋势确认的干扰。

N%法则不仅可以用来确认趋势，同时还可以帮助我们清晰地确定两种策略的适用范围。在交易界其实存在两种主要交易思路：第一是高抛低吸；第二是追涨杀跌。前者与震荡无序行情有关，后者与单边有序行情有关。第一种思路往往基于“震荡指标”进行实践，比如 RSI 或者是 KDJ；第二种思路则往往基于“趋势指标”进行实践，比如移动平均线等。市场的两种基本状态与这两种交易思路相应，所以无论你坚持使用哪一种交易思路都会在一段时间亏损而在另外一段时间盈利。但问题的关键是，这两种思路本身并不能“预判”市场接下来是走单边还是走震荡。市场上某些交易者想从纯技术的角度来解决这个问题，到目前为止最有效的纯技术方法就是从波动率的角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 3–1　上涨 10%确立向上趋势的哈尔兹法则



图 3–2　下跌 10%确立向下趋势的哈尔兹法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-3 上涨 15%确立向上趋势的哈尔兹法则



图 3-4 下跌 15%确立向下趋势的哈尔兹法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 3-5 上涨 20%确立向上趋势的哈尔兹法则



图 3-6 下跌 20%确立向下趋势的哈尔兹法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来解决，比如第二十一课会提到的“周规则”（N 期法则），又或者是布林带，而哈尔兹法则也是从波动率角度解决上述问题的有效尝试。单边行情发展超出 N%幅度的可能性较大，而震荡行情发展超出 N%幅度的可能性较小，所以如果将 N%定义为一个临界点，那么 [N%，+] 区域则是单边行情的区域，[-，N%] 区域则是震荡行情的区域。这样问题就由“如何预判单边或震荡市”变为了“如何确定两种市况的临界波幅”，问题就更加明确了。不过基于单纯的 N%，就我们的实践经验而言也很难解决问题，只能说给了一条勉强可行的路，最好的办法还是借助于“驱动分析、心理分析和行为分析”的融合，本课最后部分会谈到，我们再回到用 N%定义“两种市况”和相应交易思路这个问题上。

大于 N%的波动定义为单边走势，小于 N%的走势定义为震荡走势，单边走势我们用趋势跟踪策略（后面的课程会谈单边大行情往往由主题引发），震荡走势我们用波动闪击策略（后面的课程会谈到震荡行情只能由脉冲式的热点或者题材引发，很快股价又会处于震荡状态）。通过确定 N%，这样我们就定义了“市况”和相应的策略选择（见图 3-7），个股上的操作可以这样去思考。那么，与指数大盘判断有什么关系呢？通过 N%确定大盘目前所处区间，然后再决定对个股的主要操作思路。比如大盘处于大于 N%区域，那么大盘处于单边趋势，个股受其影响处于同向单边的可能性就很大，因此在这个方向上个股的操作就可以采用趋势跟踪为主。

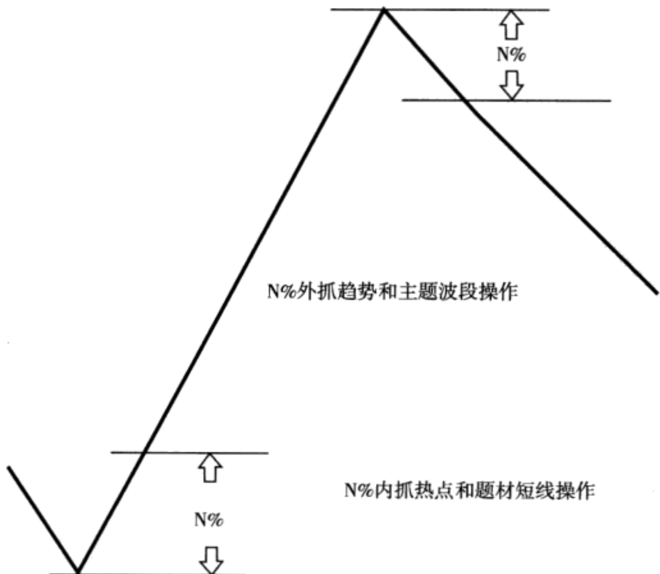


图 3-7 N%区隔题材短线交易（波段闪击）和主题趋势（趋势跟踪）交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



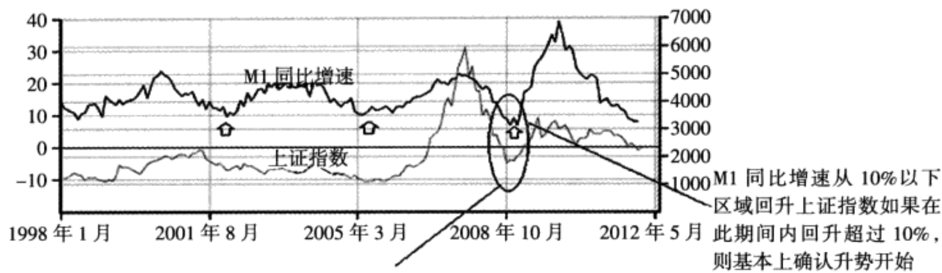
单纯依靠这个法则可以抓住大行情，但是胜算率却较低，所以必须融入驱动分析和心理分析，我们在第一课学了经济周期和跨市场分析，第二课学了流动性，如何将这课的内容与本课的哈尔兹法则结合起来使用呢？这是一个非常有价值的问题，当然也是一个开放式的问题，下面我们给出简单的提示和部分示范。

经济周期与哈尔兹法则结合起来，怎么用呢？**如果股指在经济衰退中后期阶段出现了上涨 N%的情况，那么就是哈尔兹法则和经济周期法则同时确认了指数向上的趋势。如果股指在经济繁荣或者滞胀阶段出现了下跌 N%的情况，那么哈尔兹法则和经济周期法则同时确认了指数向下的趋势。**当然跨市场分析也可以与哈尔兹法则结合起来使用，比如债券价格如果上涨了一段时间，而这时候股指向上涨了 N%，那么股指继续向上的可能性就较大。又比如，债券价格下跌了一段时间，而这时候股指下跌了 N%，那么股指继续下跌的可能性就很大。其实，债券在经济周期中的上涨和下跌整体上还是与利率和流动性相关的，最后我们就着重说说流动性法则与哈尔兹法则在股指趋势判断上的联合运用。

将哈尔兹法则与第二课学到的流动性法则结合起来运用，这可能是本课最有价值的地方之一。M1 同比增速被广泛证明是股指上涨和下跌的强大动力所在，我们用它作为流动性的指标，这个指标你可以从很多财经网站上查询到。N%具体定义为 10%，也就是说通过行为分析（技术面）的 10%与驱动分析（基本面）的 M1 来把握趋势起点。从第二课我们知道，在 A 股市场，一般 M1 同比增速回落到 10%以下，则 A 股阶段性大底的可能性很大，不久之后如果股指上涨超过 10%则进一步确认了熊市的底部（见图 3-8）。另外，如果 M1 同比增速超过了 20%，则 A 股阶段性见大顶的可能性很大，不久之后如果股指下跌超过 10%则进一步确认了牛市的顶部（见图 3-9）。

在本课大家知道了哈尔兹法则（N%），知道了如何通过这个法则定义单边和震荡市况，最重要的是掌握了如何将经济周期、流动性与哈尔兹法则结合起来研判 A 股市场的大盘，希望最后两个实例让你对这个用法有一个直观的认识，让你感受到这个方法的强大效力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



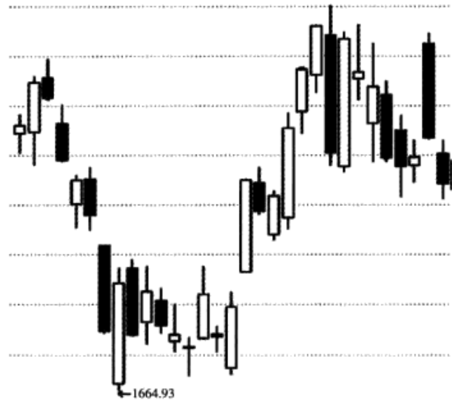


图 3-8　流动性法则和哈尔兹法则结合判断熊市见底

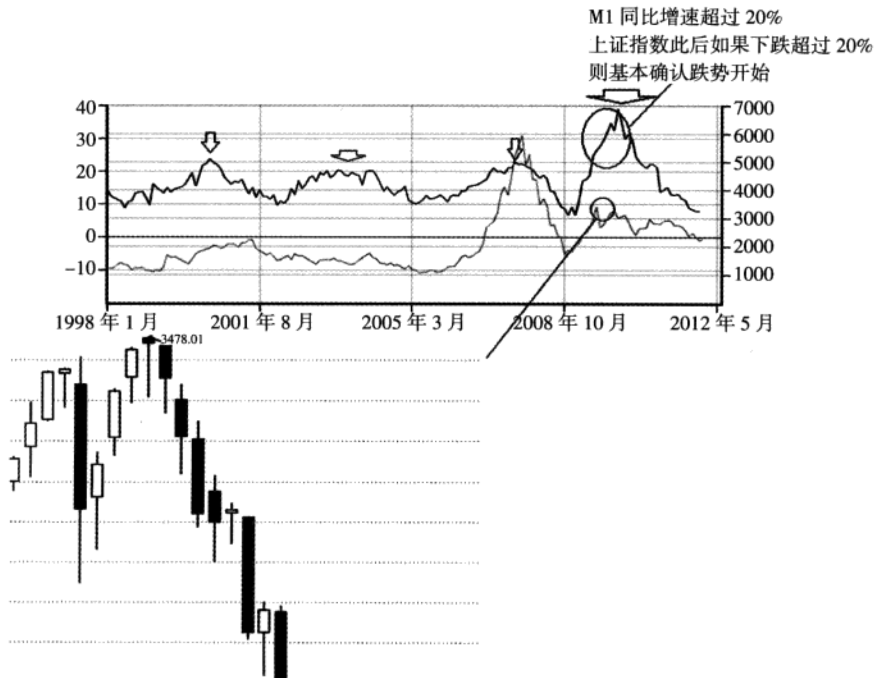




图 3-9　流动性法则和哈尔兹法则结合判断牛市见顶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成交量法则：天量和地量的提醒信号

我的观点是有时是情绪而不是数字操纵着这个世界……市场行为研究不仅仅是经济学家的任务，也是人类学家的任务。

——沃伦·巴菲特

研究市场趋势的最佳策略就是仔细观察主要股票指数和相应的成交量变化情况。刚开始的时候你会感到困难，但是只要你坚持实践，就会发现你已经是一个真正的市场专家了，如果你想要成为一个赢家，那么这是你最应该学习的一课。

——威廉·欧奈尔

成交量几乎总是同时或者先于股票市场达到顶部，牛市中的投资者应该密切关注成交量顶部的出现。

——杰克·施耐普

大盘成交量就是股市的温度计，它不仅可以较为真实地反映出指数的状态，还能真实地展示参与各方资金的动向和意图，**大盘成交量的“异常”背后必然隐藏着最有操作价值的信息。**成交量的分析要参照价格的运动，因为成交量是一维数据，单单看成交量无法有效解读市场运动，成交量分析一般要求以“价量分析”的形式展开。成交量和价格的变化很少得到全面的剖析和解释，对于价量变化的最常见说法是“量为价先”、“天量见天价，地量见地价”等。

在展开成交量的根本结构之前，我们首先对量（价）变化的基本情形进行解释，这里的解释可以广泛地运用于股票分析中，特别是指数大盘的分析中。**无论是采用什么样的策略都应该将成交量分析融入其中，因为成交量是被大多数股民忽视的维度，它比价格衍生技术指标的效用更高。**在个股分析中，如果你能够将价量和分时盘口结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合起来进行股票短线分析，再加上良好的仓位管理策略，则你可以超越绝大多数股民的业绩水平。不过，本课我们主要落脚于如何将成交量放在指数分析过程中，怎样才能很好地理解成交量和指数（价格）的变化呢？最好的办法就是将价量变化转化到二维坐标轴上，见图 4-1，我们将股价投射到纵轴上，将成交量投射到横轴上，股价（指数）以字母 P（Price）为坐标，成交量以字母 V（Volume）为坐标。萨缪尔森开创的经济学习惯于以 P-V 直角坐标系来分析供求双方的变化，这个分析方法之前没有被股票交易者们广泛运用，这也是绝大多数“炒股专家”无法讲清楚价量关系的主要原因。通过 P-V 直角坐标系我们可以让初学者很清楚地掌握价量关系，**在掌握 P-V 直角坐标系的运用之后，你对于价量变化的市场意义将不会迷茫，你也无须根据某些“股谚”死板地理解，你可以直接运用 P-V 直角坐标系很快洞悉股价（指数）的走势意义。**

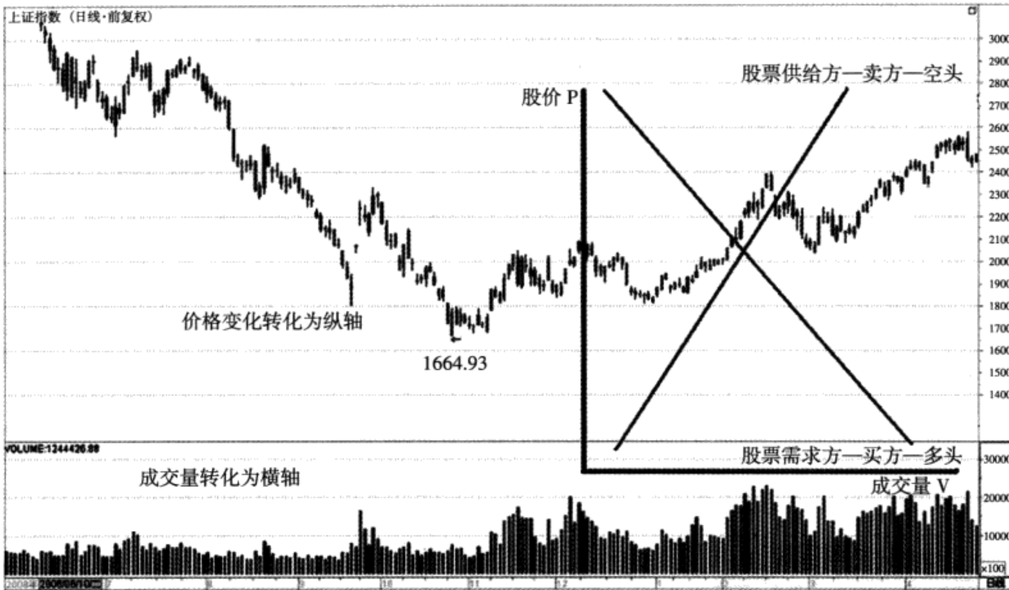
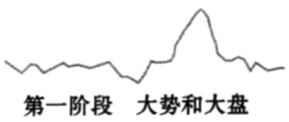


图 4-1 成交量走势的坐标转化

P-V 直角坐标系中有两条线，一条是供给线，这条线是如何得到的呢？见图 4-2，我们用能够让你直接明白的方式进行解释。供给线从左下方向右上方延伸，其含义为价格越高愿意卖出的人越多，在股票市场中绝大多数交易者都符合这个规律，因为人存在所谓的“倾向性效应”，简单来讲就是“急切地兑现利润”。在微观经济学中，价格上升通常也会使得供给意愿和数量上升。P-V 直角坐标线中的另外一条线是需求线，见图 4-3。需求线从左上方向右下方延伸，意味着价格越低愿意买入的人越多，越跌越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买，就是这个意思。

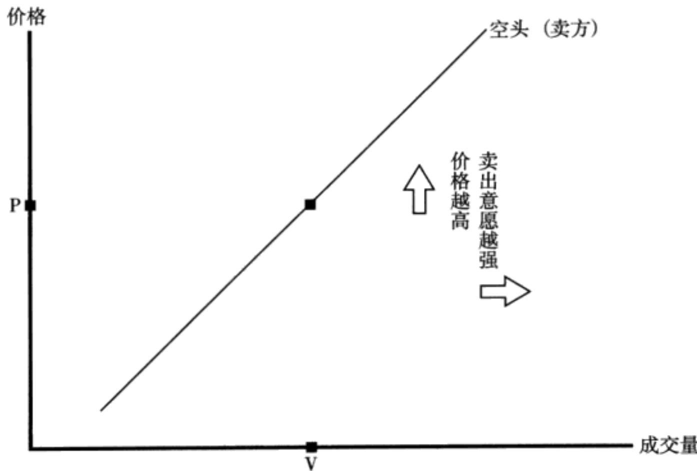


图 4-2 供给线

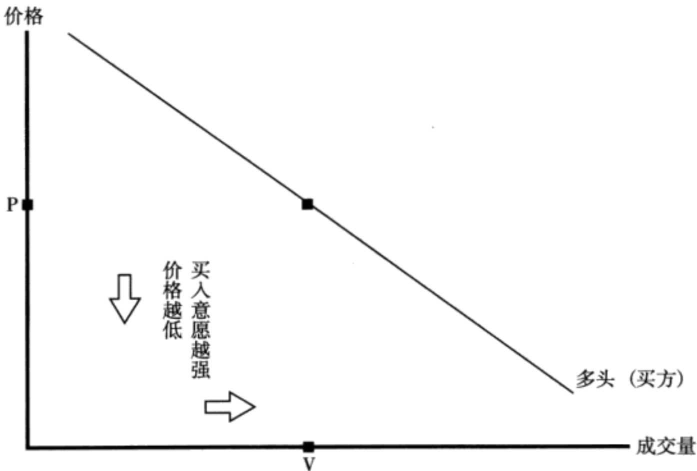


图 4-3 需求线

将供给线和需求线结合起来，就得到了如图 4-4 所示的“基本价量关系分析模型”，在价格（指数）—成交量直角坐标上有两根直线，从左上斜向右下的是股票需求方，一般以字母 D 代表，表明股票的买方和多头，从左下斜向右上的是股票需求方；一般以字母 S 代表，表明股票的卖方和空头。两者的交点代表了实际的成交量和股票价格，这就是均衡点 E，均衡点是动态变化的，这是由于空头和多头一方或者两方的变化导致的。**通过价格（指数）和成交量的变化我们可以反推空头和多头的变化，**这就是通过投影推测物体变化的方法。但是，如果你没有价格（指数）—成交量直角坐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标，则你很难进行反推，不信你可以尝试一下。

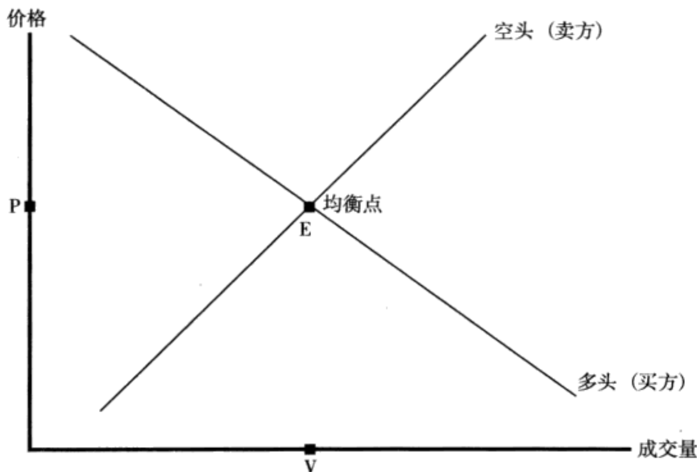


图 4-4　基本价量关系分析模型

下面我们从一个个具体的情形入手来演绎价量的变化格局，你可以立即将这些知识用于每天的大盘（以及个股）走势。如果今天的指数显著比昨日上涨，同时成交量也放大了，见图 4-5，这被称为“价涨量增”，可以从图中看到多头线向左移动了，这表明在同样的价位上需求量增加了，或者说在同样的需求量上可以支付更高的价钱，这至少表明当日交易中多头的势力开始上升，而空头则基本保持相对的不变。这时候

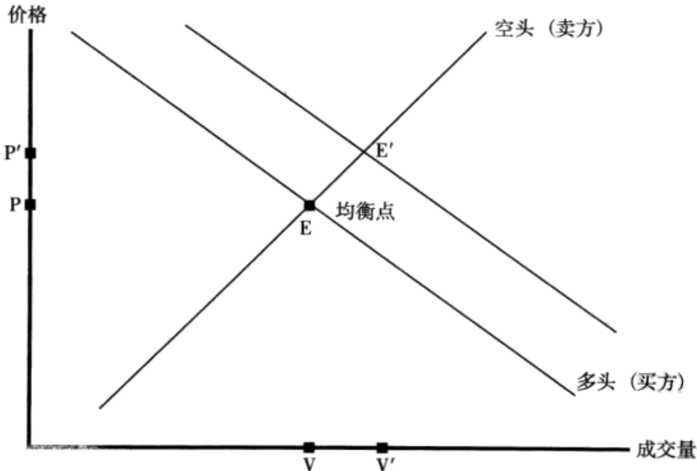


图 4-5　价涨量增情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数后市上涨的概率很大，但前提是基本面和心理面不能出现骤然变化，毕竟价量反映的是过去发生了什么，**在系统没有新信息输入的情况，市场未来的走势受到当下走势的影响，**但现实是新的信息在不断涌入系统，当那些较重要而且出乎意料的信息进入系统时，历史就被甩开了。

价涨量增有两种基本的情况：第一种情况是价涨量增出现在上升走势中，这表明上涨过程中买方的力量在增强，而卖方的力量相对不变，如图 4-6 所示，在没有新信息输入的前提下后市继续看涨，这是上涨趋势持续的信号。当然，**如果你能够同时监控市场驱动面和心理面的变化，则你可以做得更好，**取得超越普罗大众的成就。

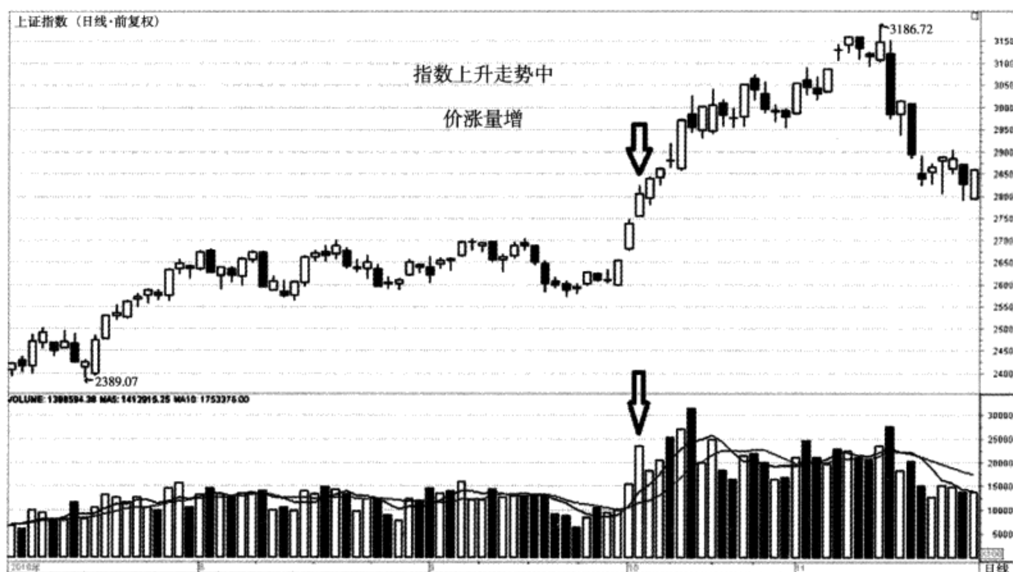


图 4-6　价涨量增（1）——上升走势中

第二种价情况是涨量增的情况发生在指数下降走势中，当日的指数收盘价较前日收盘价显著上涨，同时成交量也较前日有显著的放大，这表明市场中买卖双方的力量对比发生了变化，短期内反弹甚至反转跌势的可能性很大，指数后市倾向于看涨，单就价量关系分析而言可以断定指数将上涨（见图 4-7）。

价涨量增反映了多头力量相对空头力量的上升，这是一种价量关系分析中讲得最多的情况。价跌量增情形中卖方直线向右移动，这表明在相同的价格上有更多的卖出量或者说卖出同样数量的股票卖家能够接受一个更低的价格，卖方的势力相对买方的势力上升了，如图 4-8 所示。但是很少有人能够对价跌量增作出准确的分析，听得最多的评论语是“杀跌卖出”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



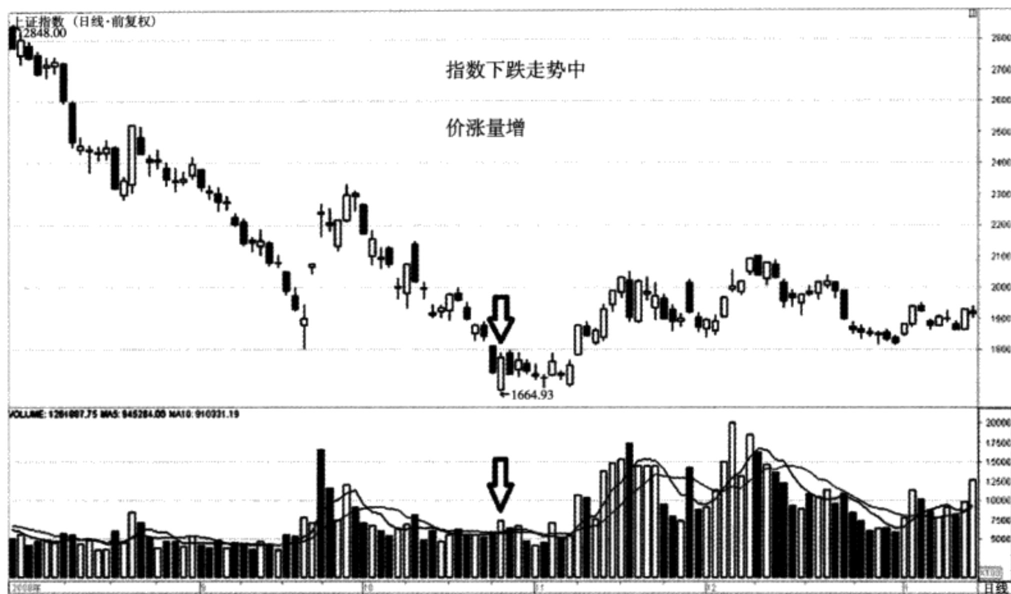


图 4-7　价涨量增（2）——下跌走势中

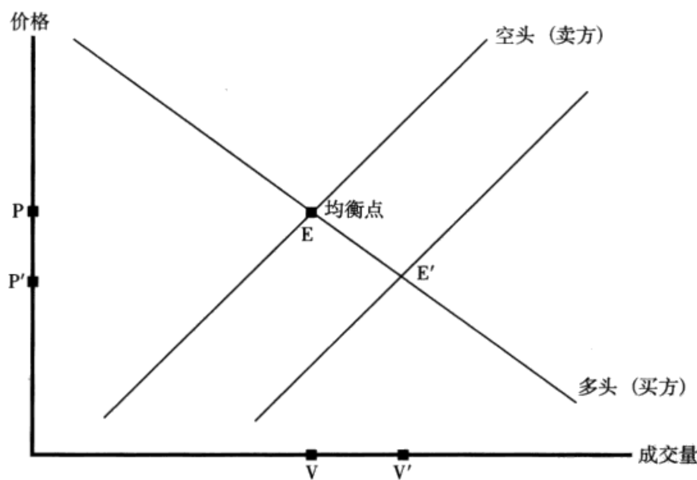
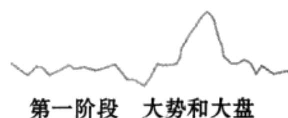


图 4-8　价跌量增情形

价跌量增也可以分为两种基本情形剖析：第一种基本情形是下跌走势中的价跌量增，请见图 4-9。如果指数此前处于下跌走势，然后指数继续下跌同时成交量显著放大，则表明卖方在加大卖出力度，而买方的态度依旧，买方并没有大力兜货的行动，也就是说下跌中并没有主力或者说机构趁机吸货的迹象。下跌走势中的价跌量增表明指数后市继续看跌的可能性很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



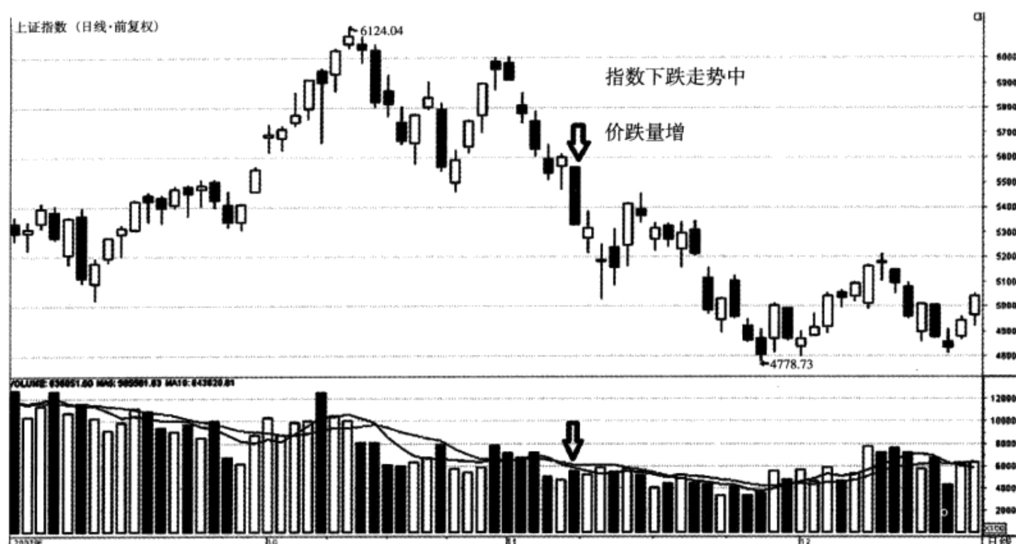


图 4-9 价跌量增（1）——下跌走势中

第二种基本情形则是上升走势中的价跌量增，通常而言指数上升走势出现价跌量增表明了市场的恐慌和抛售，这时候**可以结合市场基本面和心理面的变化来研读恐慌和抛售的来源，由此判断恐慌来源是否属于持续性的**，如果是持续性的，则趋势就此改变的可能性很大；如果是非持续性的，则此后的指数走势可能在短暂下跌之后继续上涨，这就涉及市场心理的持续性了，而持续性来源于驱动因素的持续性，如图 4-10 所示。

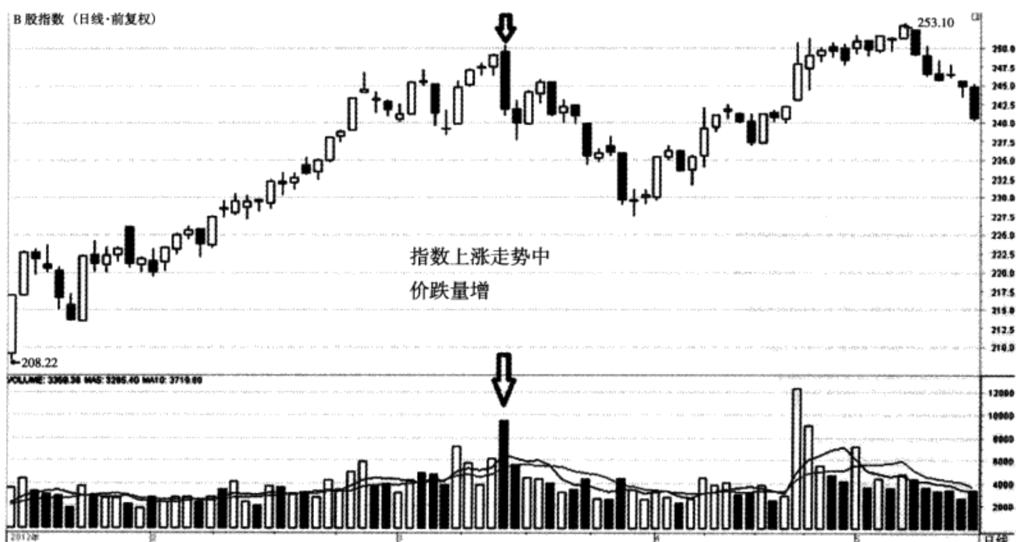


图 4-10 价跌量增（2）——上升走势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价平量增是我们要介绍的一种震荡走势价量基本关系，如图 4–11 所示。当成交量由 V 上升到 V′时，指数基本不变（理想情况是完全不变，但实际情况下只要股价变得不显著则都可以从价平量增的角度分析一番，然后再考虑其他相近的价量关系）。价平量增表明买卖双方的力量都在增加，买方愿意在同一价位上买入更多的股票，而卖方愿意在同一价位上卖出更多的股票，两者在较劲。

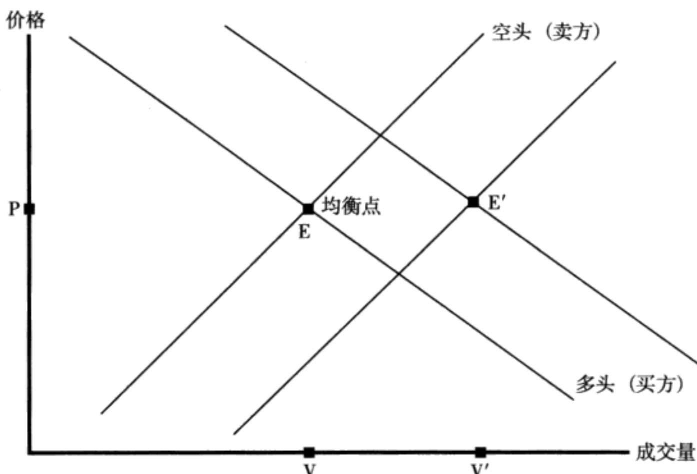


图 4–11 价平量增情形

价平量增可以分成两种情况来考虑：第一种情况是指数上升趋势中的价平量增情况，见图 4–12，这是非理想状况下的价平量增情形，收盘价相对于前日基本维持不变，而成交量则高于此前一日，这表明买卖双方斗争激烈，后市如何还需要看接下来一日甚至几日的价格走势，在图 4–12 这个例子中此后一日呈现下跌走势，三日构成一个黄昏之星结构，指数后市应该是下跌概率较大。

第二种情况是下跌走势，见图 4–13，指数收盘价基本维持不变，但是对应成交量却有放大迹象，这表明买卖双方的力量对比由明显偏向卖方优势转化到势均力敌，此后的走势还依赖于后一日的情况。

价涨量缩是指数上涨走势的调整阶段见得最多的价量关系，不少股票交易类书籍都提到了这个典型的价量关系，但是对于内部机理并没有太深入的解释，下面我们就来展开其中的作用机制，见图 4–14。在相同的价格上卖家愿意卖出的数量减少了或者是卖家卖出同样数量的股票要求一个更高的价格，成交量下降了，要价提高了。卖方的力量在减弱，这对于看多一方来讲是有利的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



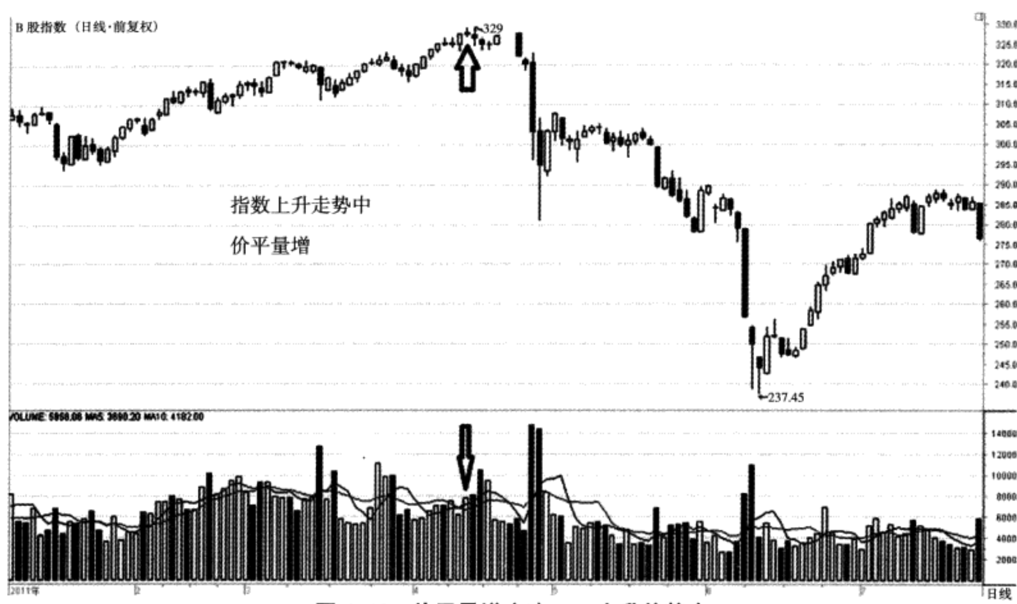


图 4–12 价平量增（1）——上升趋势中

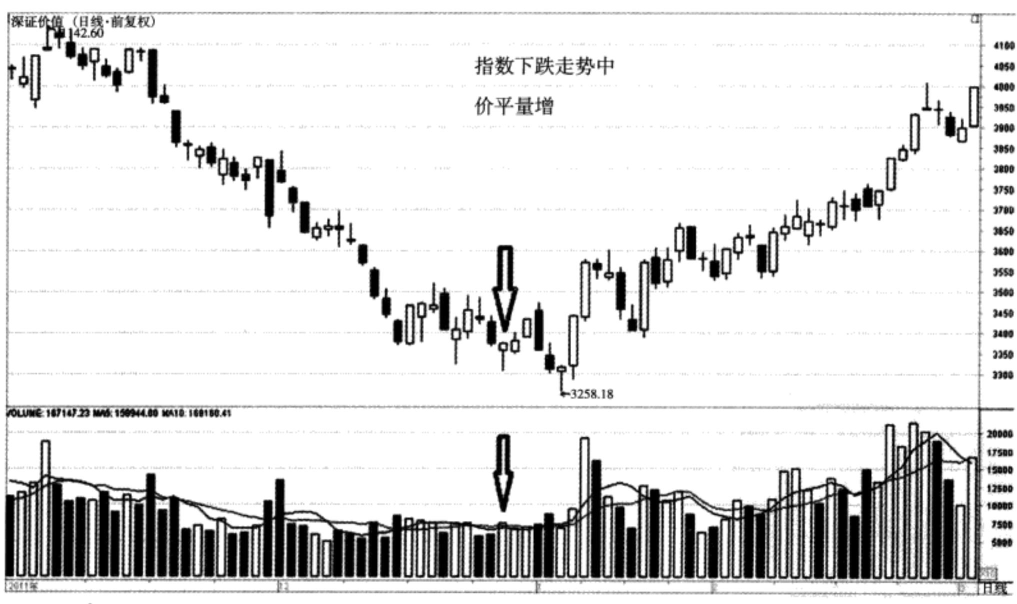


图 4–13 价平量增（2）——下跌走势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



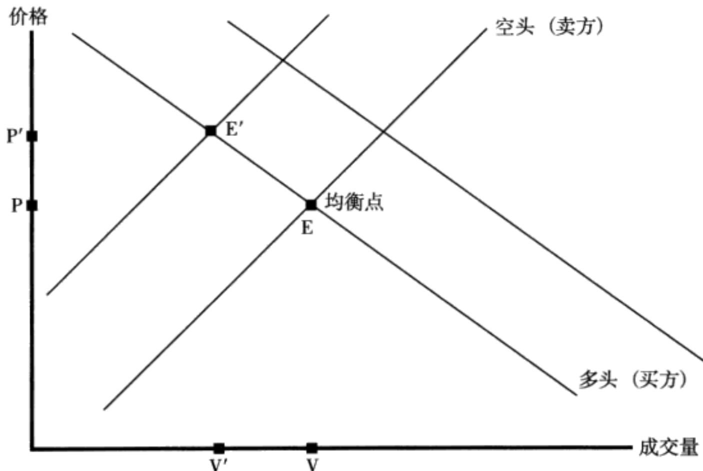


图 4-14 价涨量缩情形

价涨量缩分为两种典型的情况：第一种情况是指数上升趋势中的价涨量缩情况，见图 4-15，指数继续上升，但是成交量却下降了，这表明上升极可能是卖出减少造成的，而非是买入增加造成的，这使得后市的走势倾向于调整，因为买方的力量处于防守状态，并没有随着势头的上升而加大买入力度，后市调整的可能性非常大。

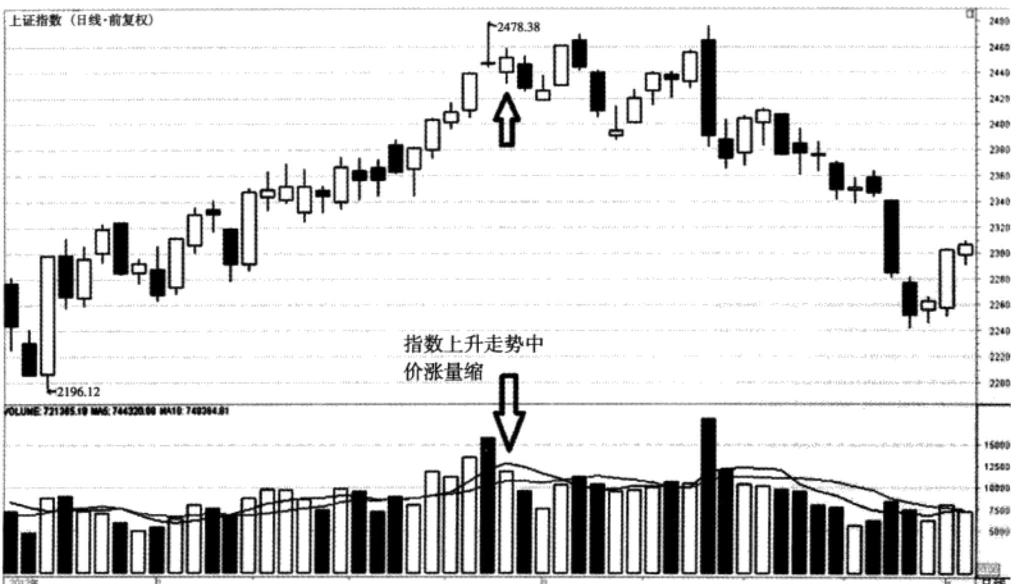


图 4-15 价涨量缩（1）——上升趋势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二种情况是指数处于下跌走势中，当日收盘价显著高于前一日，但成交量却缩小了，这表明卖出力量当下减弱了，但是买方力量并没有随之增强，所以后市趋势反转向上的可能性很小，多头不能贸然入市，如图 4–16 所示。

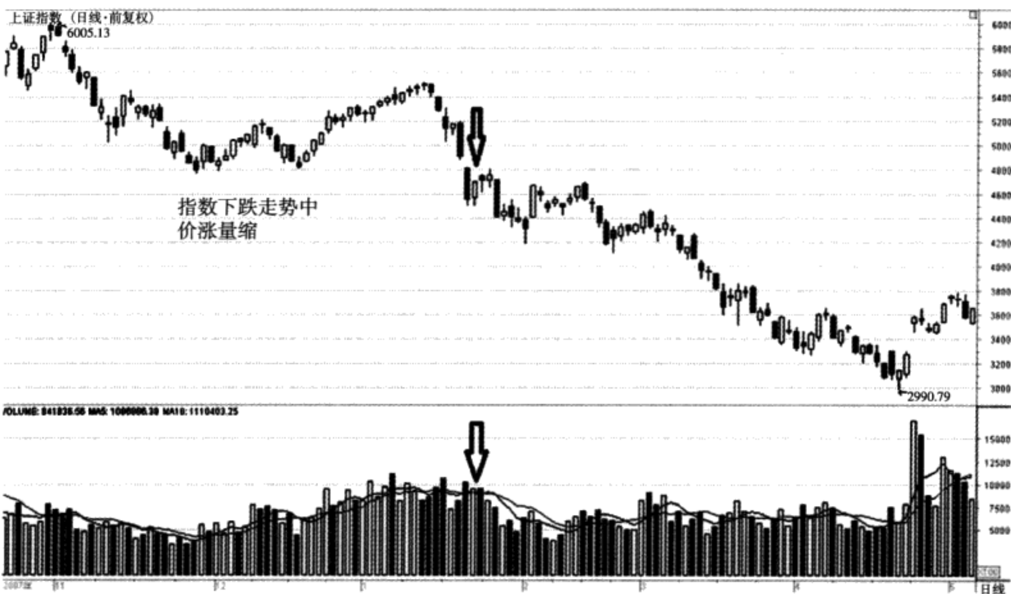


图 4–16 价涨量缩（2）——下跌走势中

价跌量缩的内部机制如图 4–17 所示，买方在相同的价格上只愿买入更少量的股票，或者是买方买入同样数量的股票只愿支付一个更低的价格，这是买方力量下降的

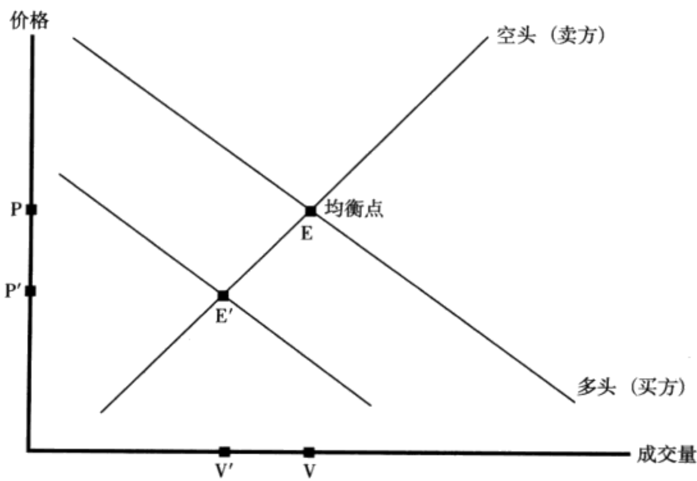


图 4–17 价跌量缩情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表现，而卖方在卖出意愿上并没有显著的变化。

价跌量缩出现在指数下跌走势中，见图 4-18。此前的走势处于下跌状态，当日指数继续显著下挫，同时成交量缩小，这表明买方的买入意愿进一步缩小，但是卖方的卖出意愿并没有进一步增加，指数短期内下跌的动量不足，但是反转向上的可能性取决于新驱动因素的出现，如果缺乏新的上涨驱动因素，隔日一般很难形成显著上涨走势。

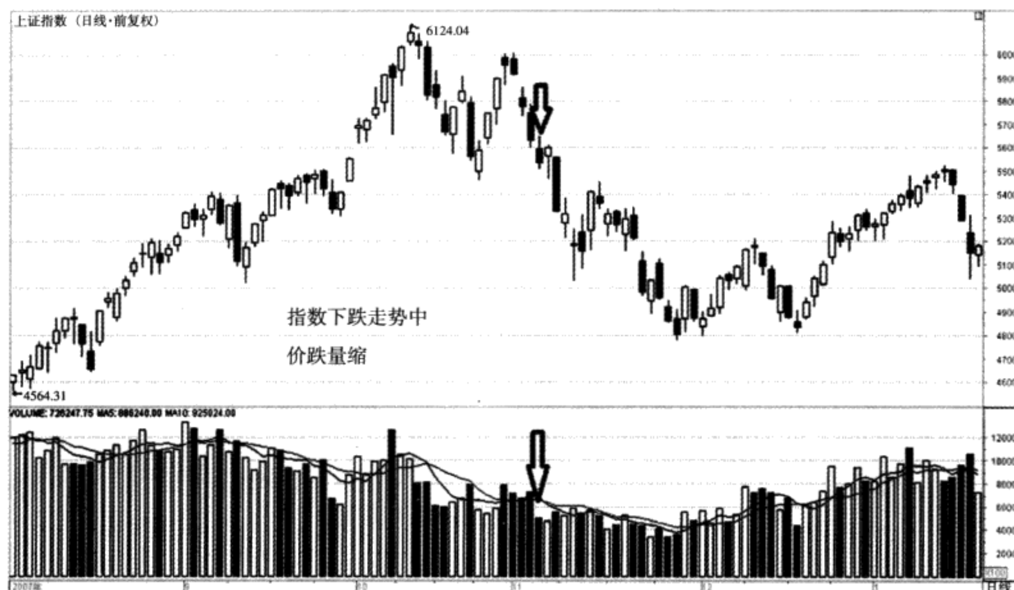


图 4-18 价跌量缩（1）——下跌走势中

价跌量缩出现在上升走势中，如图 4-19 所示，当日指数收盘价低于前日收盘价，对应的成交量低于前一日的成交量，这表明买方的力量开始收缩，上涨的后续力量不足，市场可能出现暂时调整走势或者是转势。

价平量缩是一种比较复杂的情况，如图 4-20 所示。卖方的卖出意愿下降了，而买方的买入意愿也下降了，交投极不活跃，走势比较胶着，等待基本面和心理面的驱动，一般需要根据此后价格的显著走势来决定入市方向。

在上升走势中出现价平量缩情形，则表明市场由上升走势进入胶着状态，参与大众比较犹豫，如图 4-21 所示。当日指数股价收盘价基本与前一日持平，而成交量却出现了显著萎缩，这表明后市的走势非常不确定，上升走势能否继续，是否会反转为下跌走势需要看此后的价量形态，此后股价大幅下跌，上升趋势恐怕已经终结，至少短时间内结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



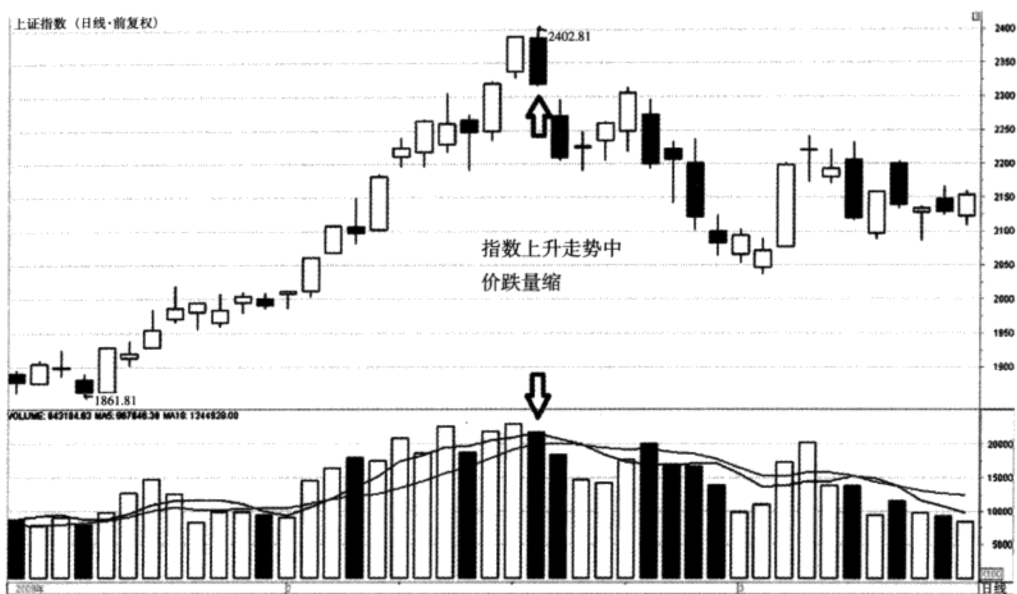


图 4–19　价跌量缩（2）——上升走势中

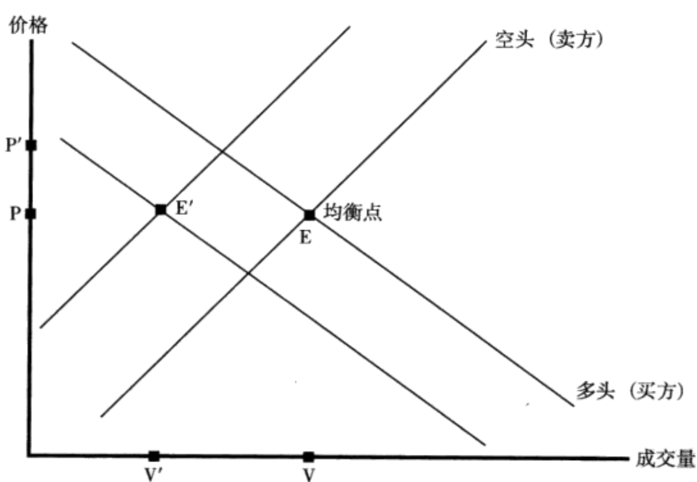


图 4–20　价平量缩情形

下跌走势中出现了价平量缩的价量情况，如图 4–22 所示。指数继续下跌的动量显得不足，此后指数何去何从需要等待指数接下来的动作，本例中次日的指数走出一根中阴线，而且成交量继续萎缩，说明需求进一步萎缩，短期内不可能转为上涨走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



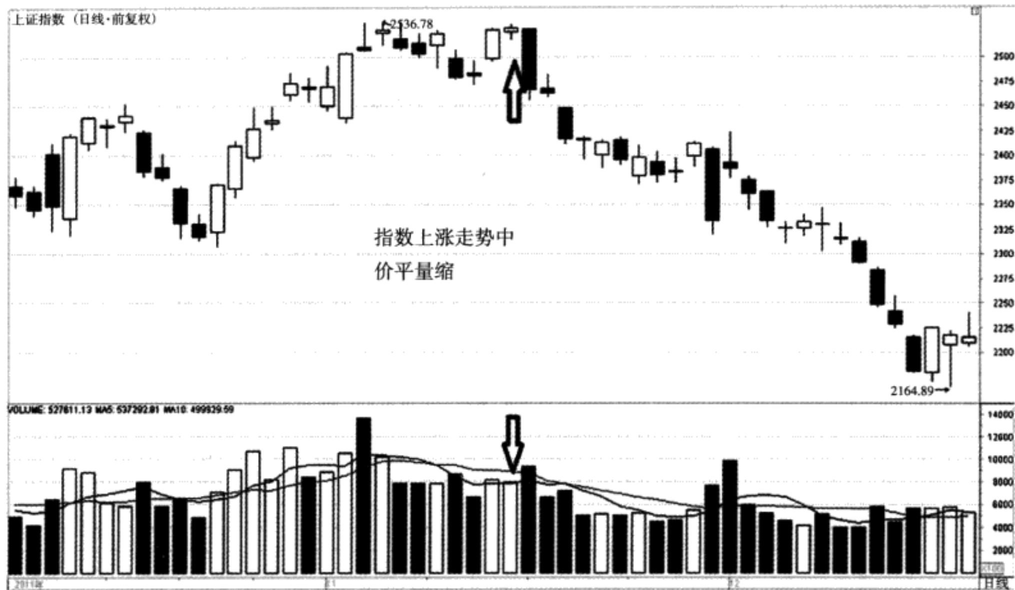


图 4-21 价平量缩（1）——上升走势中

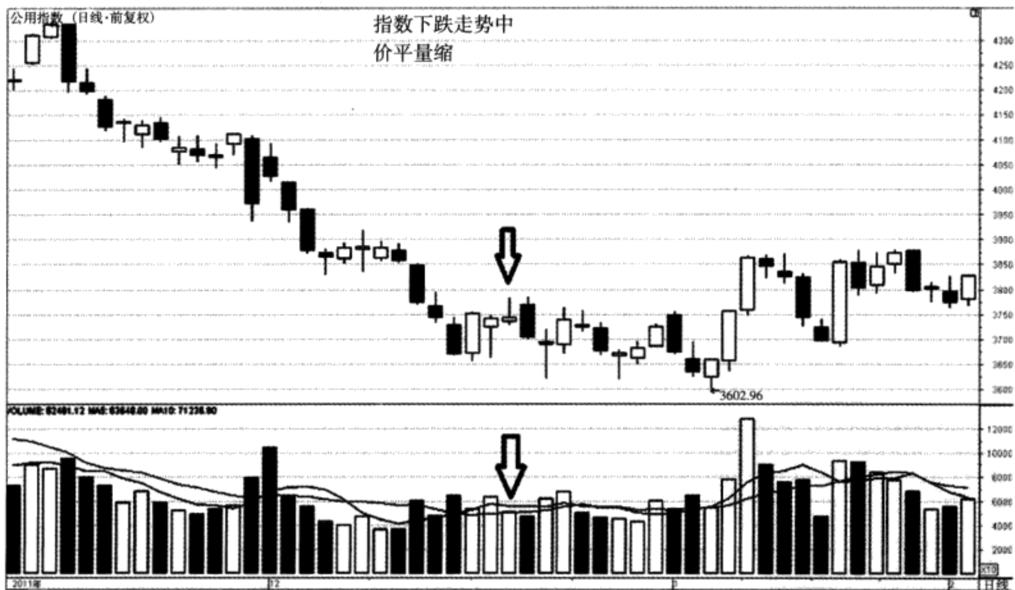
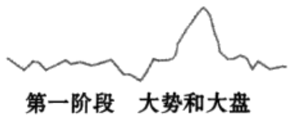


图 4-22 价平量缩（2）——下跌走势中

价涨量平也是比较复杂的价量关系，如图 4-23 所示。卖方的卖出意愿下降了，同时买方的买入意愿上升了，正是后市看涨的价量关系，但也只是一种概率上的看涨而已，并不是必然上涨，请见图 4-23。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



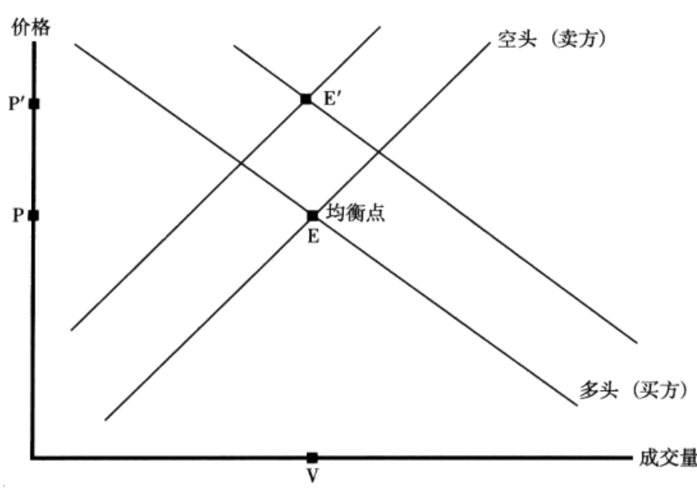


图 4-23 价涨量平情形

图 4-24 显示的是上升走势中的价涨量平情况，按理说指数继续上涨的可能性很大。

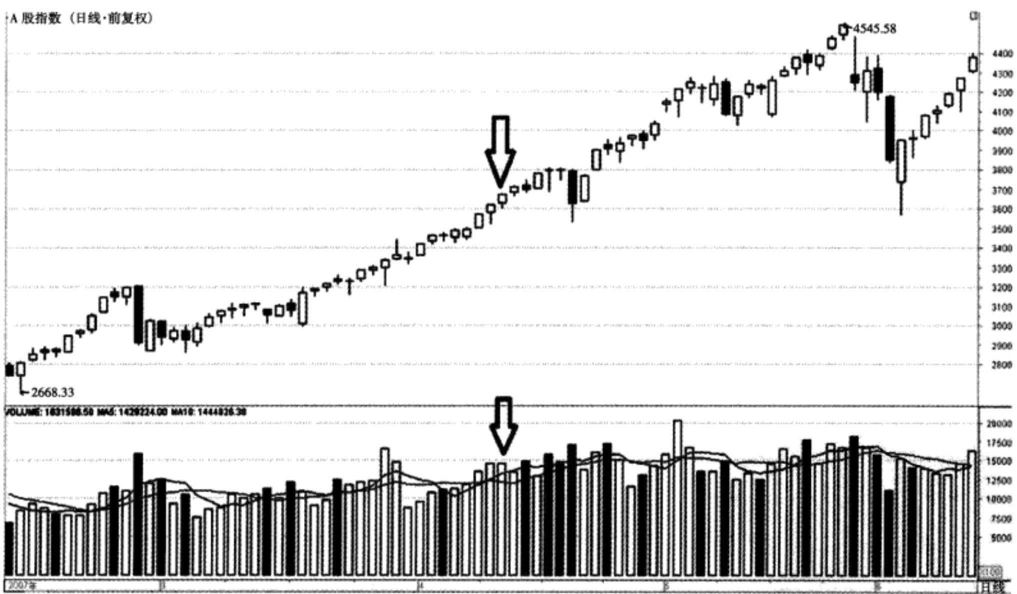


图 4-24 价涨量平（1）——上升走势中

图 4-25 显示的是下跌走势中的价涨量平情况，后市反转的可能性很大，本例中后市确实呈现上涨的迹象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



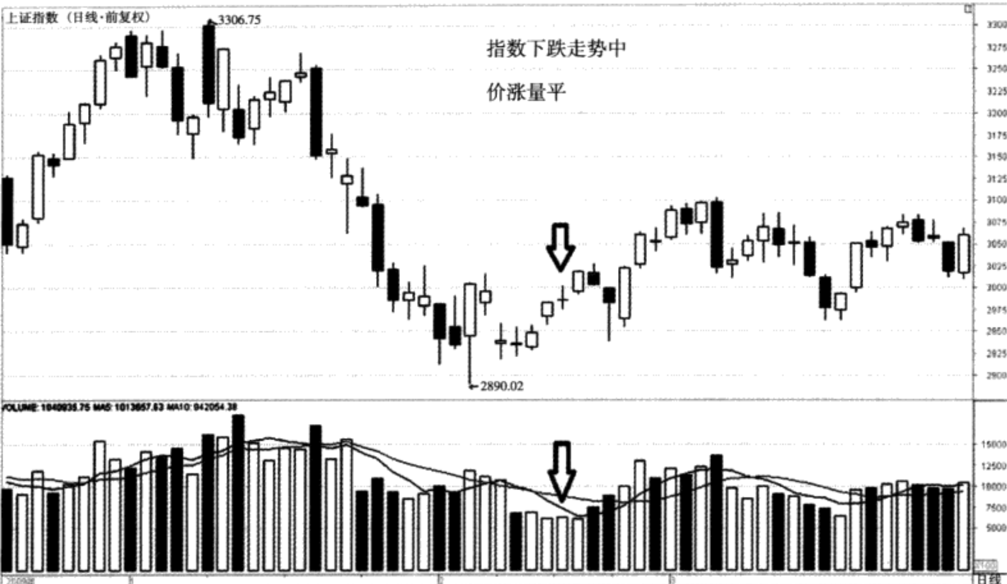


图 4-25　价涨量平（2）——下跌走势中

与价涨量平相对应的是价跌量平，见图 4-26，买方意愿和力量在下降，同时卖方意愿和力量在增强，后市看跌的可能性极大。

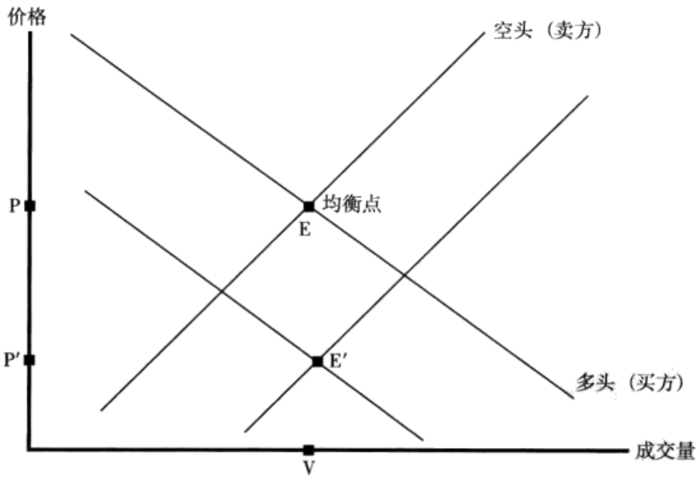


图 4-26　价跌量平情形

出现在下跌走势中的价跌量平表明后市继续下跌的可能性较大，如图 4-27 所示，由于价量关系一般是短期走势的指标，也就是局部走势指标，所以不能奢望单凭当日的价量关系能够预测连续好几天的走势，也不能奢望单凭技术走势对后市行情做出准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确预判。

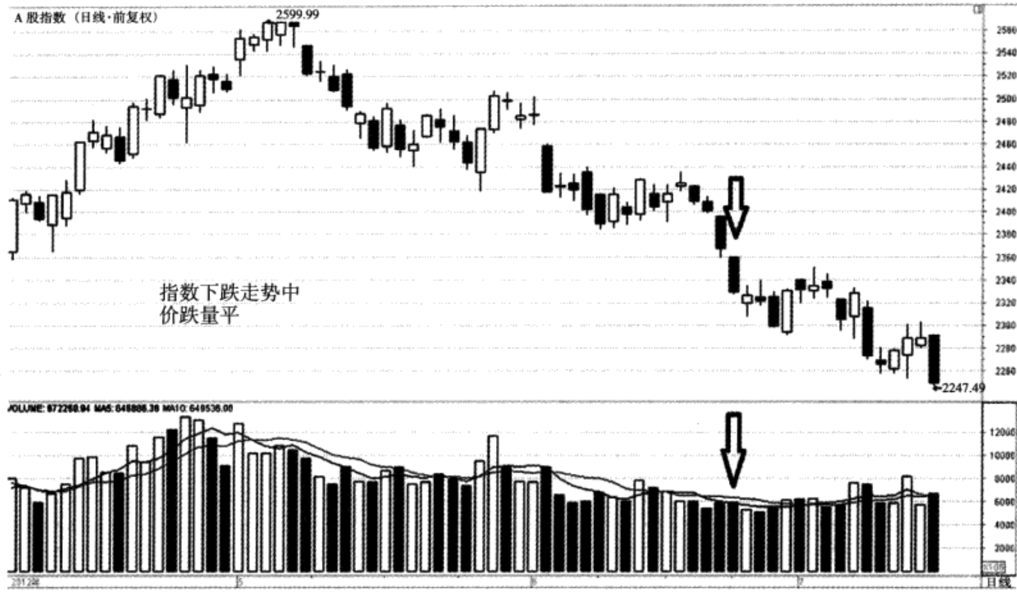


图 4-27　价跌量平（1）——下跌走势中

出现在上升走势中的价跌量平表明走势在近期可能转而下跌，如图 4-28 所示，此后走势确实出现了下跌。

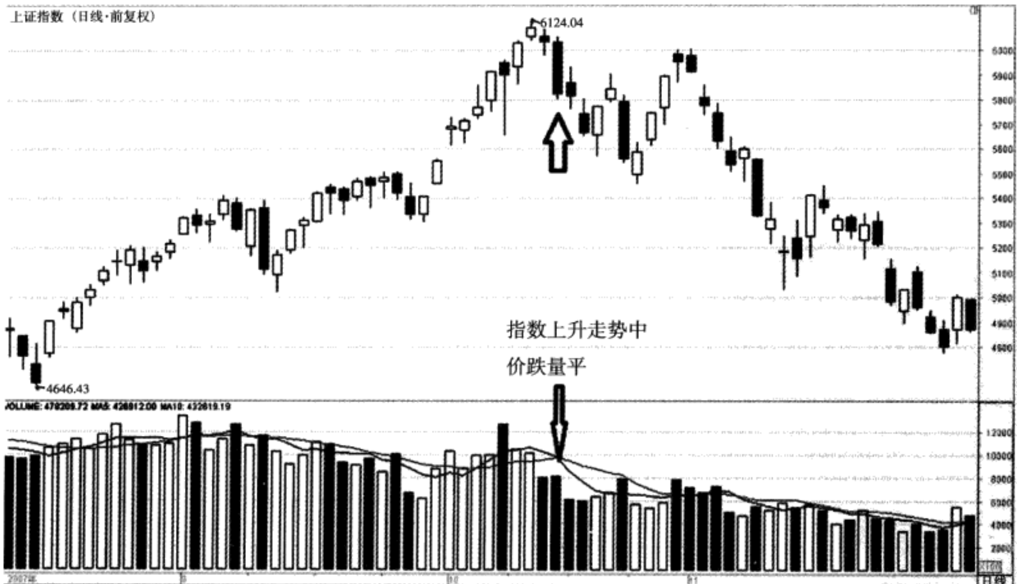


图 4-28　价跌量平（2）——上升走势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收盘价格和成交量都没有发生显著变化是一种较少遇到的情形，如图 4-29 所示。这表明卖方的意愿和力度以及买方的意愿和力度都没有出现变化，市场的力量对比不变，但是也表明趋势继续的可能性下降了，因为两方的力量相比之前都没有继续增加或者是反转，则趋势继续的可能性也下降了，多空观望的情绪增加了，此后的走势应该观察此后的价量关系得到。

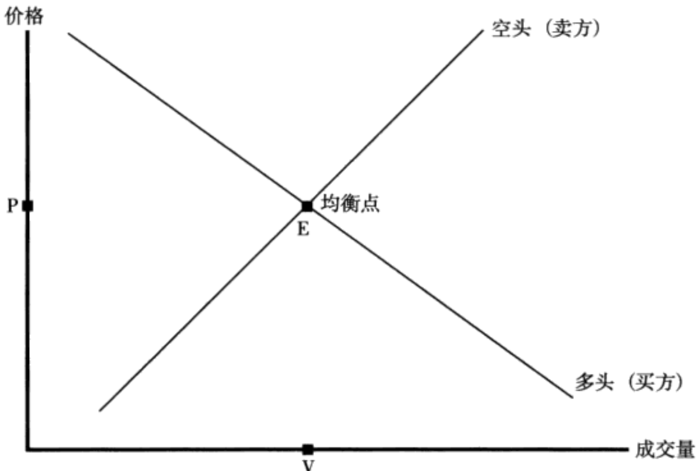


图 4-29 价平量平情形

在上升走势中出现价平量平情形，如图 4-30 所示。观望情绪的加重使得后市的走

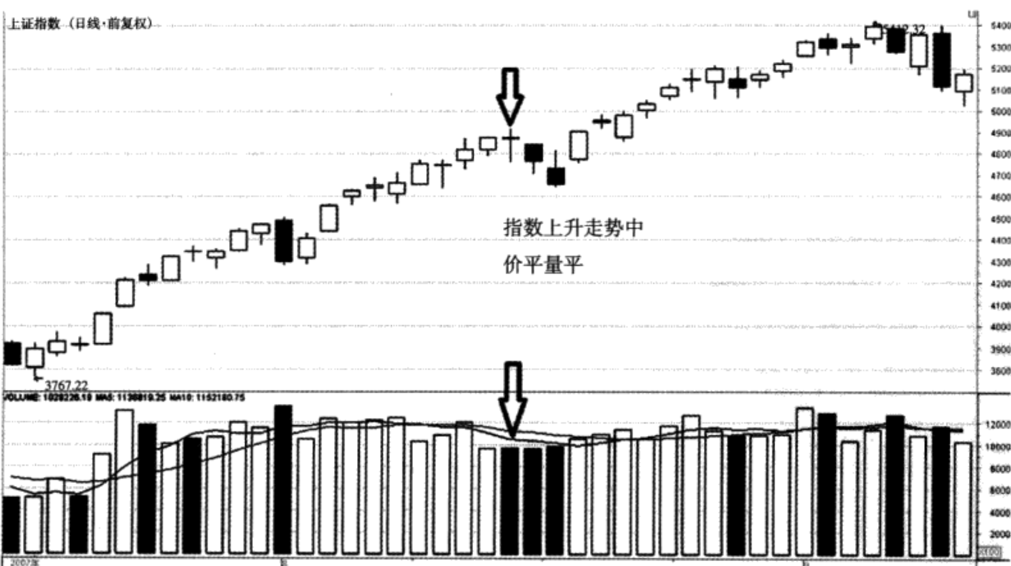


图 4-30 价平量平（1）——上升走势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



势依赖于当日之后的价格线和成交量来预示。本例中，此后的指数呈现下跌阴线，但只是继续下跌了一日，做了一个两日的短期调整。

在下跌走势中出现的价平量平表明多空双方观望情绪加重，如图 4-31 所示。此后指数的走势取决于哪一方更快取得胜利，价平量平出现之后的蜡烛线是中等阴线，同时成交量也出现了些许放大，这表明空头更快地取得了优势地位，此后看空的可能性更大。

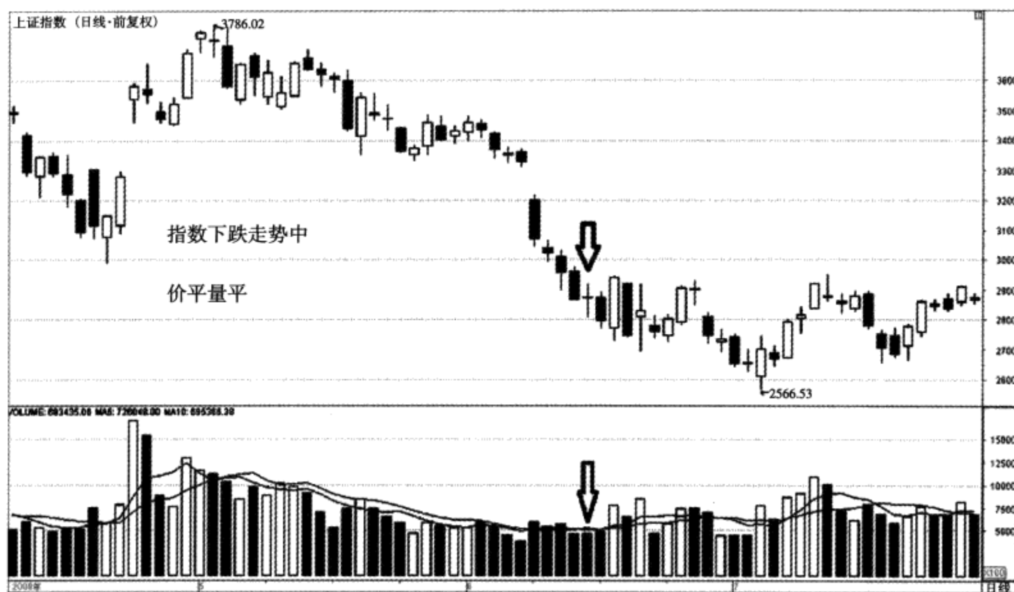


图 4-31 价平量平（2）——下跌走势中

价量关系的基本情况我们已经全面剖析给大家了，在此基础上你可以更好地理解三种比较重要的成交量形态：第一是成交量 N 字结构；第二是地量；第三是天量。

成交量 N 字结构与价量 N 字结构是紧密联系的，如图 4-32 所示。价涨量增是非常好的看涨信号，这是价量形态与 N 字结构关系最紧密的一个方面，指数如果处于这种价量 N 字结构中则意味上涨趋势延续的可能性很大。除了向上的成交量 N 字结构，还有下跌的成交量 N 字结构，也就是"下跌缩量—反弹放量—下跌缩量"。N 字结构是趋势持续的标志，**上涨价量 N 字是上升趋势持续的标志，下跌价量 N 字是下降趋势持续的标志。**

本课的重点是介绍地量和天量，但是没有之前对价量基础的全面掌握，你也无法体会到地量和天量的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



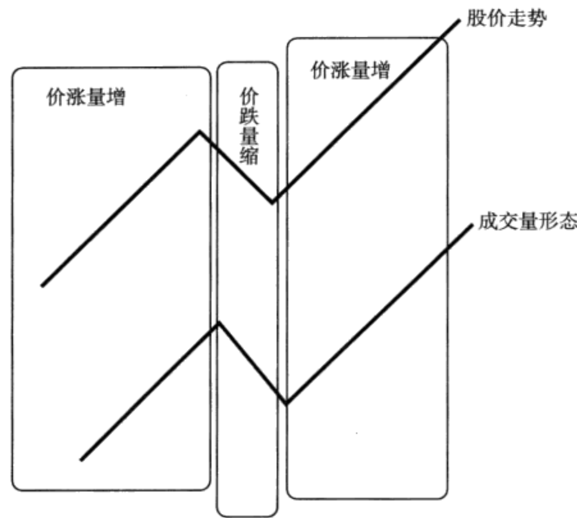


图 4-32　N 字结构中的价量关系

地量就是指下跌半年左右最低的成交量，当然这是一个不那么硬性的标准。地量之前必然是长时间下跌的，而且跌幅越大越好，最好至少有两段下跌（中间夹杂一次像样的反弹）。地量的出现意味着市场成交冷清到了极点，往往对应着市场极端悲观点，因此**指数走势的地量往往出现在市场底附近**（见图 4-33）。不过，这个法则对于个

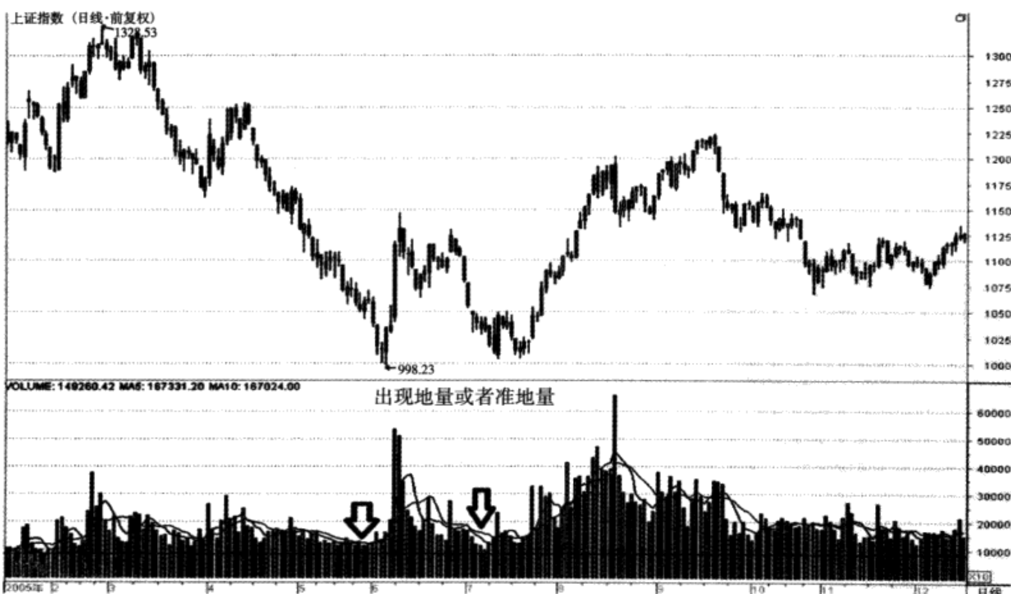


图 4-33　指数走势中的地量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股却具有很大的弹性，这点是需要注意的。“地量见地价”是一个大概率的事件，如果能够结合流动性法则、哈尔兹法则和市场极端情绪来运用则准确率将更加高。市场情绪是多变的，极端悲观导致的成交量低迷如果只是持续一天未必能够导致真正的市场底部出现（见图 4–34），只有市场已经持续了较长一段时间的悲观才能够进一步提高地量的可靠性。“天量见天价”的可能性要大于“地量见地价”的可能性，因为“天量”预示极端乐观情绪的可靠性大于“地量”预示极端悲观情绪的可靠性（见图 4–35）。“天量”前后市场流动性见顶，经济周期处于繁荣末期或者是滞胀初期，或者“天量”之后指数下跌超过 N%，或者是“天量”附近市场出现动量背离，社保基金在“天量”附近出现了卖出举动等，这样驱动面、心理面与行为面的“天量”结合起来就能更好地提高我们的操作胜算率。

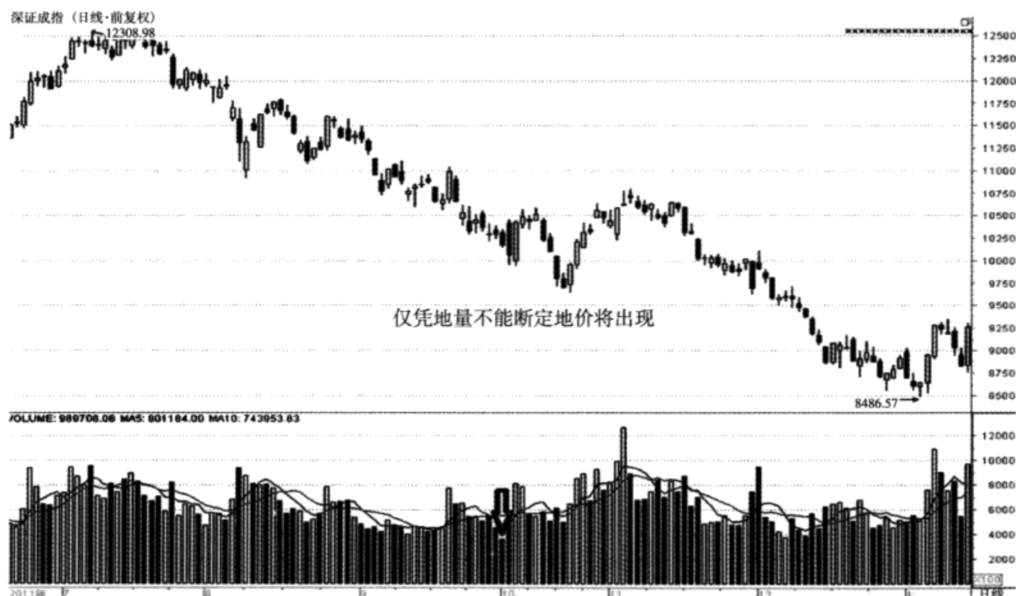


图 4–34 地量未必一定见底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



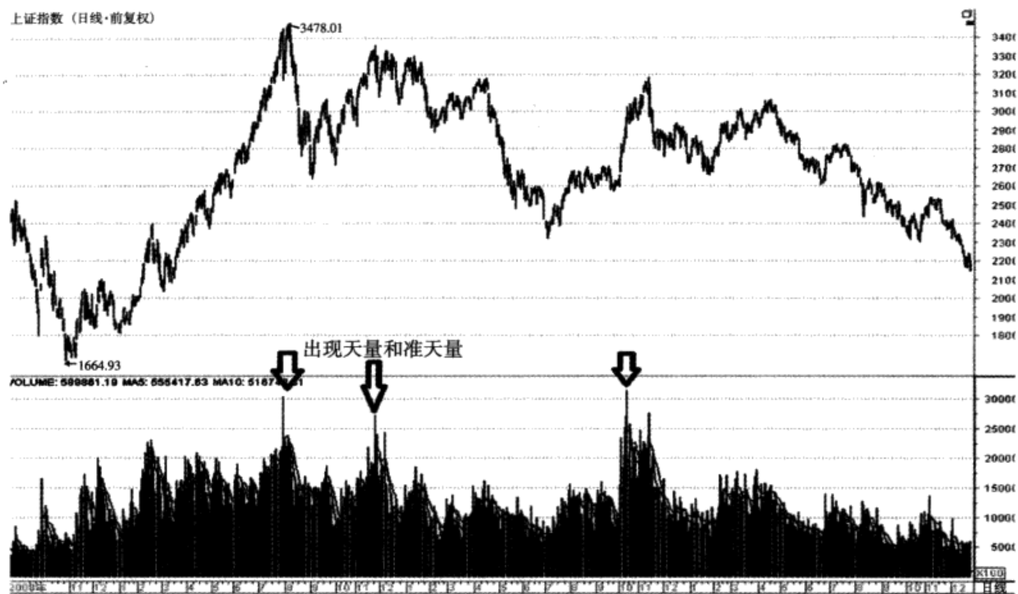


图 4-35　指数走势中的天量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数 N/2B 法则：趋势开始的确认信号

我认为高位 123 结构和低位 123 结构是市场中几乎所有大趋势运行的最初始结构，为什么这样讲呢？因为几乎每段趋势，无论是大趋势还是小一些的趋势都可能从高位 123 结构或低位 123 结构开始。

——乔伊·罗斯

经典的买入信号可以这样概括：市场低点—上升—回调但不触及低点—突破创出新高。

———杰克·施耐普

当我在行情记录上看到某只股票上升趋势正在展开时，先等股价出现正常的向下回撤，然后股价一创新高就立即买进。当我做空的时候，也采用类似的方式。股价先是下跌，然后反弹，等待反弹夭折创下新低的时候我进场做空。

——杰西·利莫佛

趋势是指指数（价格）的整体走势，如何确认趋势的开始，这个必然要从技术面最终入手。基本面和心理面分析再透彻，必然还是要落实到指数走势上才能赚得真金白银，因为与盈亏直接相关的还是指数（价格）的走势，而不是你的分析。

谈到 N/2B 法则的人很多，罗伯特·雷亚、维克多·斯波兰迪、乔伊·罗斯、杰克·茨威格等，其实这个东西并不神秘，简单但是要说透恐怕需要一本书的篇幅。我们这里仅仅从指数趋势确认的角度去介绍 N/2B 法则，而且我们的着眼点与上述大家不同。具体而言，罗伯特·雷亚着重 N/2B 对 N/2B 的交互验证，而维克多·斯波兰迪着重于对 N/2B 提供的技术进场信号进行介绍，乔伊·罗斯则将 N/2B 当成了系统交易方法的基本单位构件，杰克·茨威格则从空头陷阱和多头陷阱的角度来介绍 2B 点的逆向进场法。那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么，我们着眼于什么呢？着眼于技术面与基本面和心理面的验证。N/2B没有那么神秘，只是市场波动的一个最常见结构而已，只有与基本面和心理面工具结合起来才能对交易实践产生显著影响。

我们分别介绍N字结构和2B结构，关键是大家在掌握了这两种常见的顶部和底部形态之后能够结合前面几堂课已经学到的东西进行运用。具体而言就是你要努力将股市极可能在经济衰退阶段筑底的预判与N字底部（或者2B底部）的出现结合起来分析，或者是将股市极可能在经济繁荣阶段构顶的预判与N字顶部（或者2B顶部）的出现结合起来分析，这就需要将第一课的内容与本课的内容综合起来熟练运用。流动性与N/2B结构的综合研判是第二个重要的方面，具体来讲就是将流动性极端低水平与股指的N/2B底部结合起来研判，或者是将流动性极端高水平与股指的N/2B顶部结合起来研判，这就是将第二课的内容与本课的内容综合起来使用。第三个方面则是成交量法则与N/2B结构的综合使用，具体而言就是地量与N/2B底部结构的相互确认，天量与N/2B顶部结构的相互确认，当然两者接近即可，没有必要完全对应，也就是说不要求N/2B完全对应于天量或者地量，只要在时间上靠得很近即可。除此之外，我们还应该将本课的内容与后续的内容结合起来使用，比如第六课股票的供给问题，第七课“国家队”资金的进出，以及第八课市场整体估值水平，第九课指数动量背离，第十课市场心理法则。本课后面会提到与N/2B结构进行交互验证的四个最为关键的方面，我们还是先从N字结构入手进行介绍，然后再介绍2B结构，毕竟对于很多还没有接触过这两种结构的初级交易者而言，还是有必要进行基础知识上的一次梳理。对于那些经验丰富的中级水平交易者而言，重新认识这两种结构也是有必要的。毕竟，本次系列授课的逻辑框架与主流观点不同，因此有必要站在恰当的角度来认识N/2B结构在整个指数大势研判中的功能和用法。

从严格意义上来讲，股市市场上的N字结构需要从价量两个层面来进行完整理解，在实践中也是同样的道理——**你需要在价格（指数）与成交量两个层面同时确认N字，这样去分析才能提高操作的胜算率。**我们此前出版过一本小册子，名为《短线法宝：神奇N结构盘口操作法》，整本书都围绕着价量N字结构展开，当然那本小册子集中于传授个股的短线方法，因此对于指数基本没有涉及。在本课我们仍旧讲N字结构，不过却是从指数的角度来讲，更为重要的区别在于**我们最终要把N字结构与基本面和心理面结合起来使用，这才是股票交易的王道。**比如，某些题材股或者重组股在发动之前，其实有很明显的N字顶部结构，这些不知道大家发觉没有，将基本面和心理面与N字结构结合起来研判，这个并不是今天才被发明的框架，其实杰西·利莫佛是精于此道的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高手。因此我们不能局限于《短线法宝》的纯技术面姿态。毕竟，《短线法宝》主要还是停留在入门者这个角度上，重点引导大家对市场运动的基本结构以及主力动作的基本盘口特征有所认识，并且能够在恪守仓位管理的前提下逐步走向盈利之路。

N字结构又被称为123结构，因为这个结构主要是用3个点来定义的。请看图5-1，左边是N字底部定义的理想结构，也就是说A点开始上涨，涨到B点开始回撤，回撤到C点继续上涨，然后创出新高超过B点，关键在于C点不能低于A点，而回撤结束后上涨必须超过B点。所谓123底部其实就是用ABC三点来定义，最早的时候我们也不知道国外对N字结构的研究，只是自己交易实践中逐步总结出来的东西，看起来像N字就定义为N字结构了，后来才发现这个东西国外也有，一般被定义为123结构。图5-1右边的部分是一个指数走势构成的N字底部。N字结构反映了“肯定—否定—否定之否定”的辩证式前进法则，其实趋势的发展就是以这样的方式展开的，往往一波大行情你拿不住的原因有两个：一是因为你不了解趋势的具体展开方式是波浪前进的；二是你对能不能形成趋势心中没谱**（归根结底还是你对驱动面没有吃透啊）**。

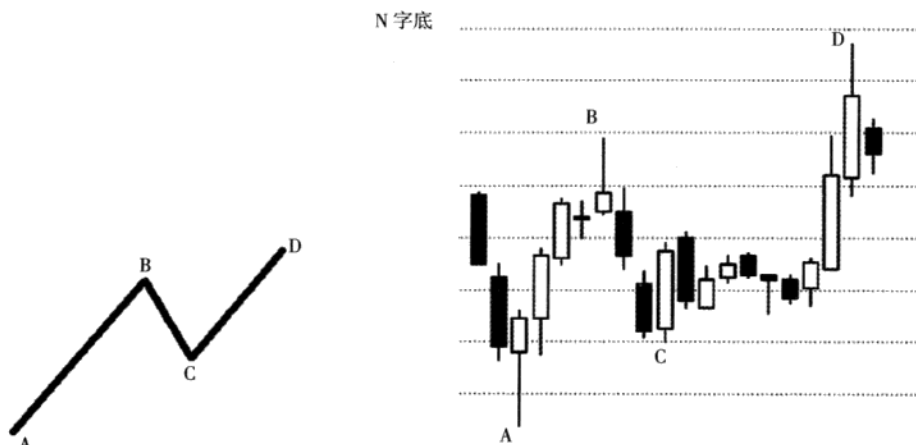


图5-1 N字底部

光有N字底的理想模型和定义还不够，我们来看一些指数走势方面的具体实例。沪深300指数对于股指期货交易者而言具有非常重要的意义，因为这是相应的现货标的，而且沪深300指数本身融合了大盘股和中盘股的影响，比起上证指数而言更能反映整个A股市场的走势。在识别大盘大势M方面，我们除了关注上证指数之外也应该不时地查看沪深300指数的日线图走势。N字底部在沪深300指数日线走势上具有较为有效的提醒意义，见图5-2，这是一个典型的N字底部。ABC三点非常清晰，这就是市场从技术面提醒我们向上趋势很可能开始了，那么我们接下来就应该研究驱动面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和心理面是不是支持这一提醒信号，这就是真正股票高手的思维习惯了。

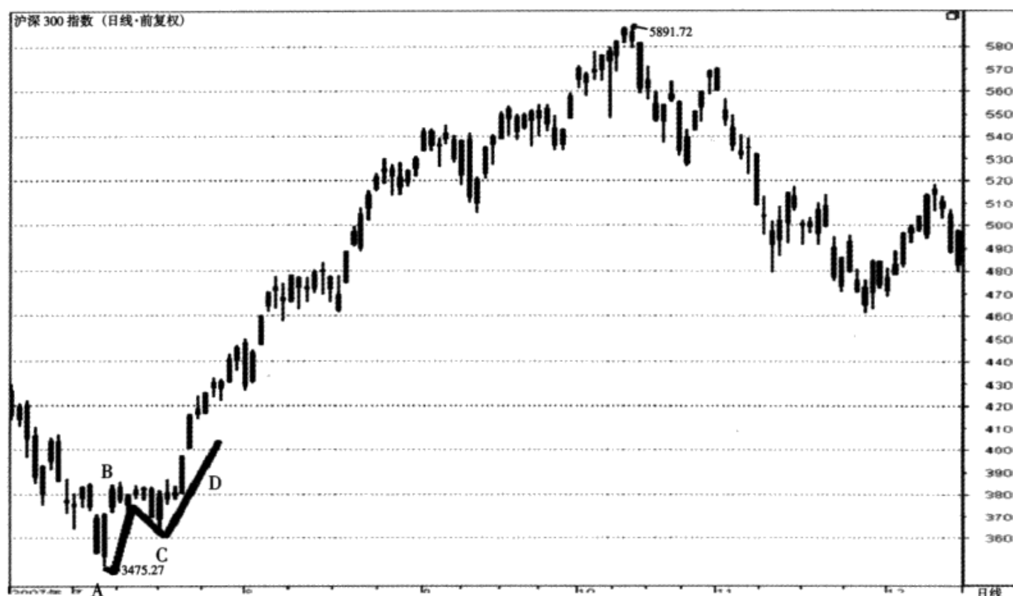
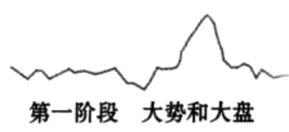


图 5-2　沪深 300 指数走势中的 N 字底部实例

2007 年之后做 A 股不能不考虑大盘股、小盘股这样的区分，因为资金的流动具有明显的轮动效应，这既可以算得上是板块方面的差异（这个将在第二阶段的课程中专门介绍），同时应该算得上是大势级别的一种动向。因此，在观察 A 股市场动向方面，我们除了要观察上证指数、沪深 300 指数之外，也不能忽视了创业板指数。创业板指数反映了小盘股的整体趋势，该指数的底部往往也以 N 字底部的形式出现，这对于我们把握整个小盘股的动向具有很好的提醒作用。见图 5-3，创业板指数 2010 年 8 月左右形成了一个 N 字底部，ABC 三点非常明显，此后该指数有了一波显著的上涨趋势。

谈到 N 字底部，我们已经看到了清晰而简单的实例，其实在 A 股指数的走势中，除了简单 N 字底部之外，还有一些复合类型的，如图 5-4 所示的实例。上证指数在形成历史大底 1664.93 的时候，其实是构筑了一个多重 N 字底部，这个可以从上证指数走势的局部放大图中看到。**出现第一个 N 字底部的时候，我们就应该反过来查看基本面和心理面的情况。当然你也可以在分析得出基本面和心理面见底之后，等待技术面见底的信号。**是不是流动性底部出现了，信贷开始筑底回升了，是不是经济快要见底了（股市先于经济见底，经济有见底预期的时候股市就已经见底了，虽然在经济衰退的中后期股市往往会见底），是不是市场情绪极端悲观点已经出现了，社保基金是不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有人市迹象等。如果第一个N字底部出现你还没有搞清楚，那么等到复合N字底部出现的时候，那么你就应该尽快“搞个水落石出”，哪怕熬夜两天也要将基本面核实研究透彻，因为这时候很可能就是大行情开始往上的时候。

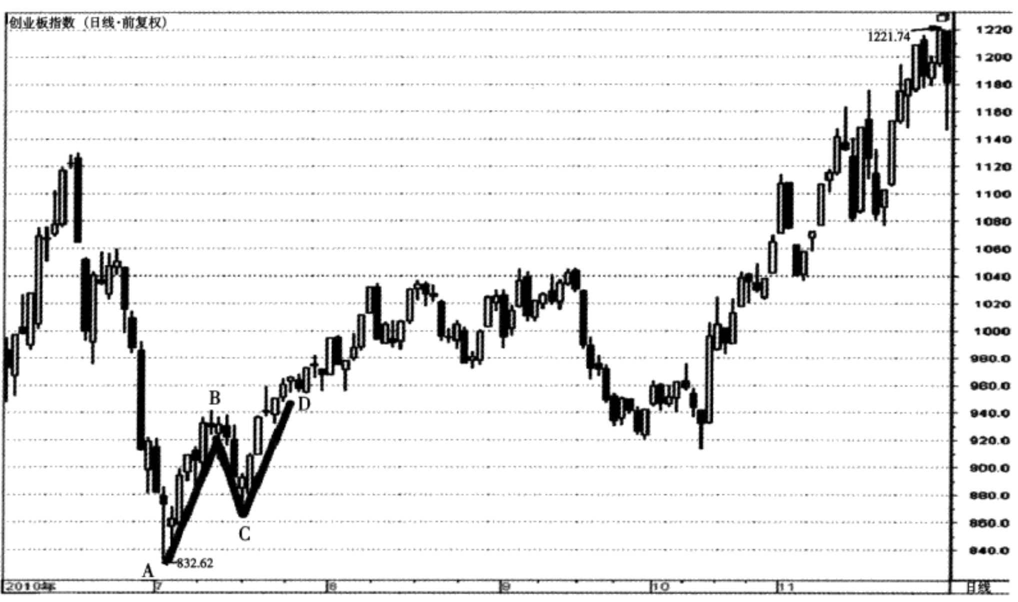


图5-3 创业板指数走势中的N字底部实例

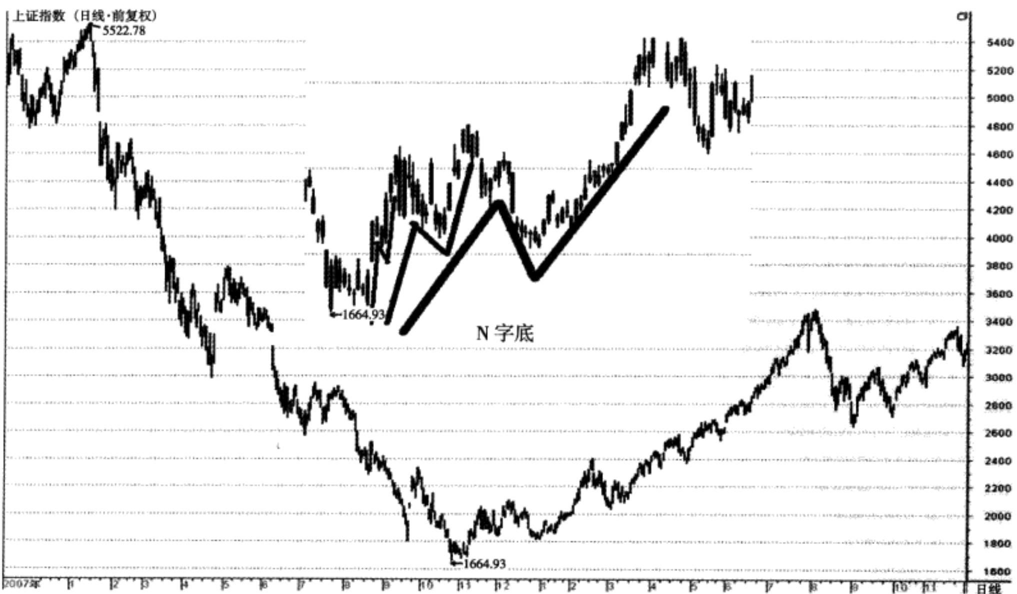


图5-4 上证指数走势中的N字底部实例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



N 字底部通常意义上是针对指数（股价）本身的，但是真正要运用这个结构还是需要结合成交量这个指标。**N 字底部出现的时候，往往相应的成交量也经历了“放量—缩量—再放量”的过程，这就是成交量的 N 字结构。**价量同时在大幅下跌后出现 N 字结构，那就是效率很高的见底信号了。我们来看一个实例，见图 5-5，深圳 300 指数在 2784 点附近出现了 N 字底部，指数先上涨，再回调，然后再上涨创出回升新高，对应的成交量在指数上涨的时候放量，指数回调的时候缩量，指数再度上涨的时候再度放量。这种底部信号，道氏大家罗伯特·雷亚非常重视，投机巨擘杰西·利莫佛也非常重视。指数“上涨—回撤—再度上涨”体现了“发散—收敛—再度发散”的市场节律，成交量“放大—收缩—再度放大”也体现了“发散—收敛—再度发散”的市场节律，这种节律就是趋势展开的节律，你要熟悉这种节律，才不会拿不住你的单子，**一波大的趋势不可能是完全以直线的方式展开，其中必然包括了曲折和波动。**

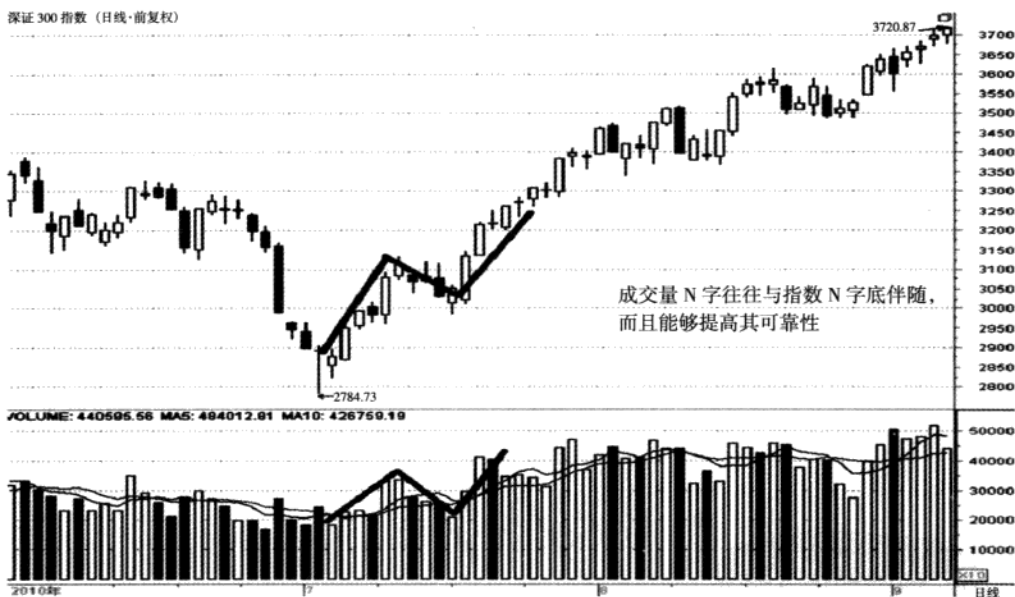


图 5-5 价量 N 字底部结构

N 字底部大家应该基本搞清楚是怎么回事了，现在我们接着来了解 N 字顶部的定义和实例，以及相应的运用之道。N 字顶部与 N 字底部呈现镜像关系，这点是大家需要明白的。N 字顶部出现在市场大幅上涨之后，N 字顶部是向下 N 字中的一类。N 字顶部是价格大幅上涨之后出现下跌，这就是形成了第一波下跌，然后反弹，但是不创新高，接着再度下跌，创下回落来的新低，见图 5-6。N 字顶部也是通过若干个点来确定的，最为关键的是 BC 两点，其中 B 点处于一波下跌走势的末端，此后的再度下跌要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跌破这点，而 C 点处于一波反弹走势的末端，其 C 点低于 A 点。

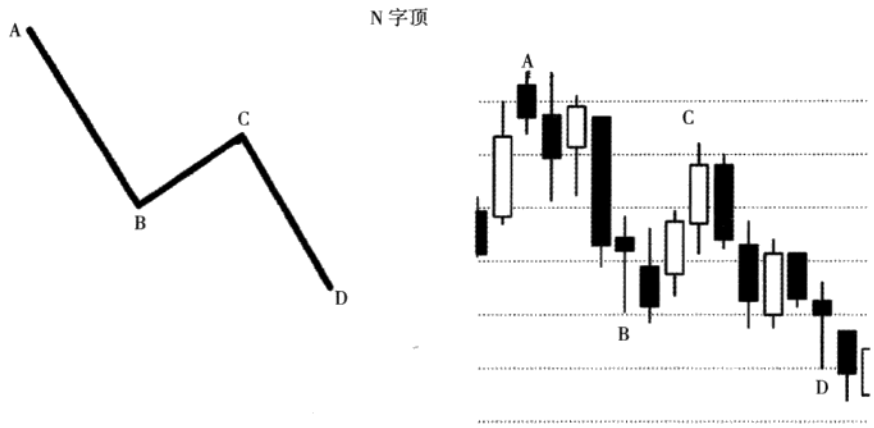


图 5-6 N 字顶部

我们来看一些 N 字顶部的具体实例，当然是只涉及指数相关的 N 字顶部，因为我们还是在围绕 AIMS 中的 M 在介绍。请看第一个 N 字顶部的实例，见图 5-7，创业板指数在 1122 点附近出现了一个向下的 N 字结构，由于此前处于持续上涨状态，所以这可以看作是一个顶部 N 字结构，C 点比 A 点低，如果 C 点和 A 点一样高，那就是双顶了；如果 C 点比 A 点高，那就是后面要介绍的 2B 顶了。C 点比 A 点低，而 CD 段跌破

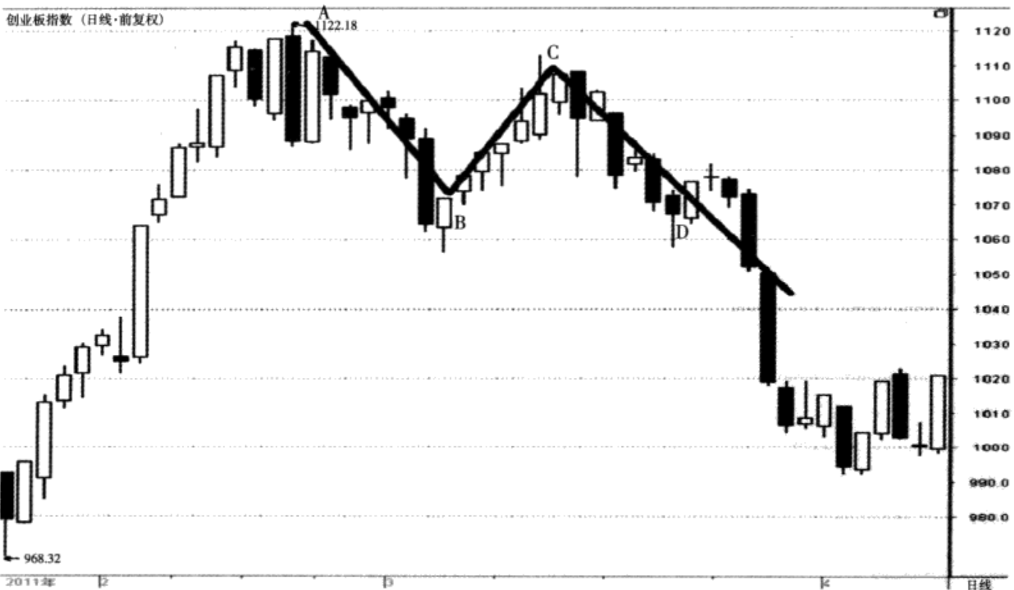


图 5-7 创业板指数走势中的 N 字顶部实例（1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了 B 点，所以这就是一个被确认了的 N 字顶部。图 5-8 展示了创业板指数上另外一个 N 字顶部，这与图 5-7 以及前面的 N 字结构有什么共同特点呢？ABCD 四个点的 K 线形态又有什么规律吗？ABC 三点都是反转的 K 线形态居多，而 D 点则是持续的 K 线形态常常出现。比如，在图 5-8 中 A 点有一个黄昏之星形态，在 B 点有锤头底和看涨吞没……这就是 K 线作为微观形态与中观走势的结合剖析，可以相互验证，提高准确率。关于这点涉及技术分析（行为分析）的核心——“势位态”，这个会在第二十二课里详细介绍。不过，由于本教程以有经验的股票交易者为对象，所以不会全面地覆盖技术分析，对纯技术分析有兴趣的入门级股票交易者可以阅读相关材料和书籍。



图 5-8 创业板指数走势中的 N 字顶部实例（2）

正如 N 字底部一样，N 字顶部也会出现所谓的复合形态，见图 5-9。上证指数在历史大顶 6124.04 点出现了一个复合 N 字顶部，相当于给了迟疑的持股者两次技术面提醒信号。

N 字顶部最好也能结合成交量来判断，成交量往往也会在指数初次下跌的时候逐步缩量，随着反弹放量，反弹结束后继续下跌时再度缩量。我们来看一个例子，见图 5-10，中小板指数 6177 点附近形成 N 字顶部时成交量也形成了向下的 N 字结构。其实，成交量总体反映了一个倾向，那就是涨的时候交易活跃，跌的时候交易清淡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 5-9 上证指数走势中的 N 字顶部实例

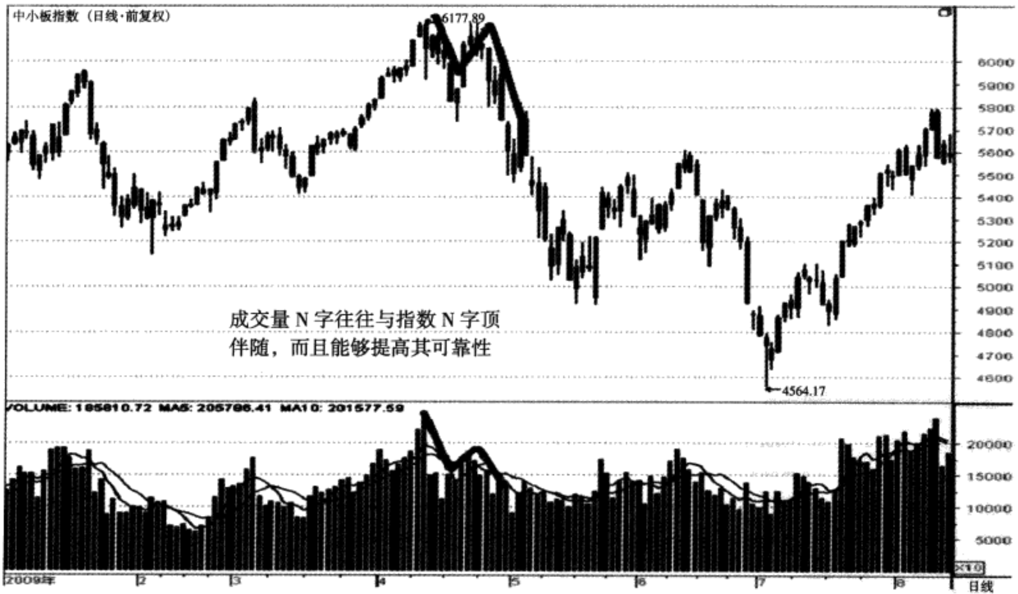


图 5-10 价量 N 字顶部结构

上涨的 N 字被称为向上 N 字，大幅下跌后出现向上 N 字，一般被当作确认中的 N 字底部；下跌的 N 字被称为向下 N 字，大幅上涨后出现向下 N 字，一般被当作确认中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的 N 字顶部。当然，光从 N 字结构出现之前价格是否大幅下跌或者上涨还不能有效地确认 N 字顶部或者底部，毕竟指数走势中 N 字结构非常多（见图 5-11），因此我们需要借助于非技术分析为主的工具来完成进一步的确认。

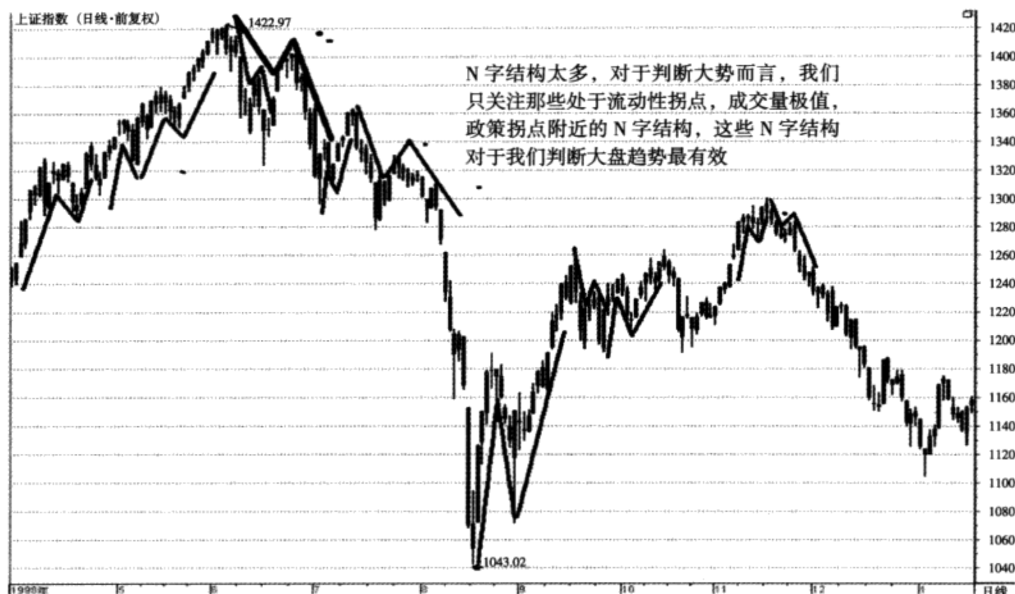


图 5-11　指数走势中频繁出现的 N 字结构

是不是顶部 N 字结构，除了结合成交量 N 字之外，还可以看是否最近出现了天量，指数天量代表的极端兴奋，如果这种兴奋出现在两波或者三波持续上涨之后那么很可能就是极端兴奋点了。与此相应的是底部 N 字与地量的同时出现，见图 5-12，这时候 N 字底部的有效性就更高了，地量出现意味着交投到了极点，对于指数而言，往往意味着悲观到了极点（当然，这是一种常见的情况，并不是所有地量都是悲观极端点，所以我们才需要综合研判，这就跟病情诊断一样，比如针对病人咳嗽的情况，首先列出哪几种病可能引起咳嗽，然后再来排除）。

光是结合成交量来研判 N 字顶部和底部并不能彰显我们在股市研判上的优势，我们还要用大家用得少的武器，这就是流动性了，结合本教程第二课的内容，我们在 A 股市场上一般采用 M1 同比增速作为流动性的工具。M1 与 A 股大势具有同步性的特定，根据历史统计数据可以看到 M1 同比增速接近或者低于 10%往往意味着流动性重大低点。如果股指出现了 N 字底部，相应的 M1 同比增速也在 10%以下，那么这个 N 字底部的有效性就非常高了。我们来看一个具体的例子，见图 5-13，2008 年 11 月左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



右上证指数在 1664 点附近形成了，相应的 M1 同比增速低于 10%，这就形成了流动性底部对股指 N 字底部的确认，有了这个判断，你进场的勇气都大了不少，这比那种只看图形就进场的交易者在主观上更有勇气，在客观上更有胜算率。

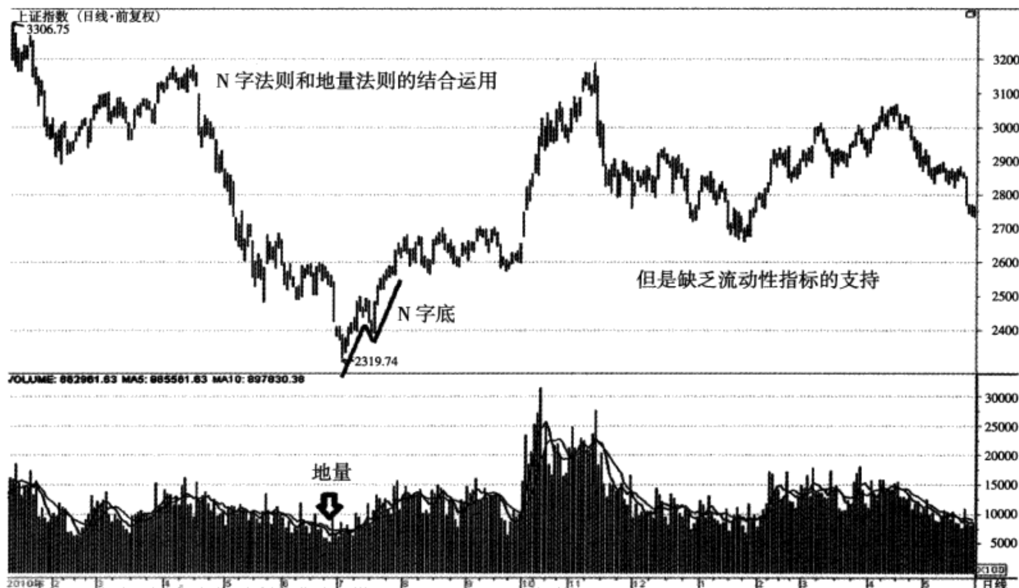


图 5–12 上证指数 N 字底部与地量的结合

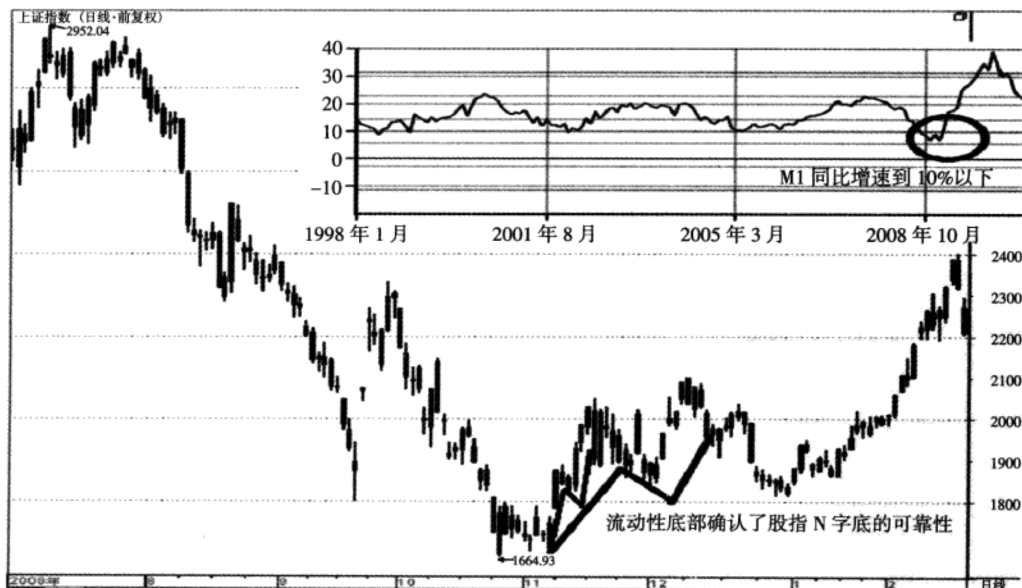


图 5–13 上证指数 N 字顶部与流动性底部的结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



N 字顶部和底部还可以从市场情绪的层面进行验证，如果说用 M1 来验证 N 字结构属于基本面对技术面的确认，那么用市场情绪来验证 N 字结构就属于心理面对技术面的确认。我们来看一个具体的例子，如图 5-14 所示。2007 年 9 月 17 日，《牛市一万点》火暴上市，当时是一件很大的事情，市场营销做得很猛，这很可能是情绪极端乐观的征兆，这就提醒我们市场出现 N 字顶部或者 2B 顶部。当然，此后上证指数在 6124 点附近出现了 N 字顶部，我们可以反过来观察市场情绪，看到该书受到的追捧就可以从情绪的角度断定市场走到极致了，这样就反过来确认了 N 字顶部。

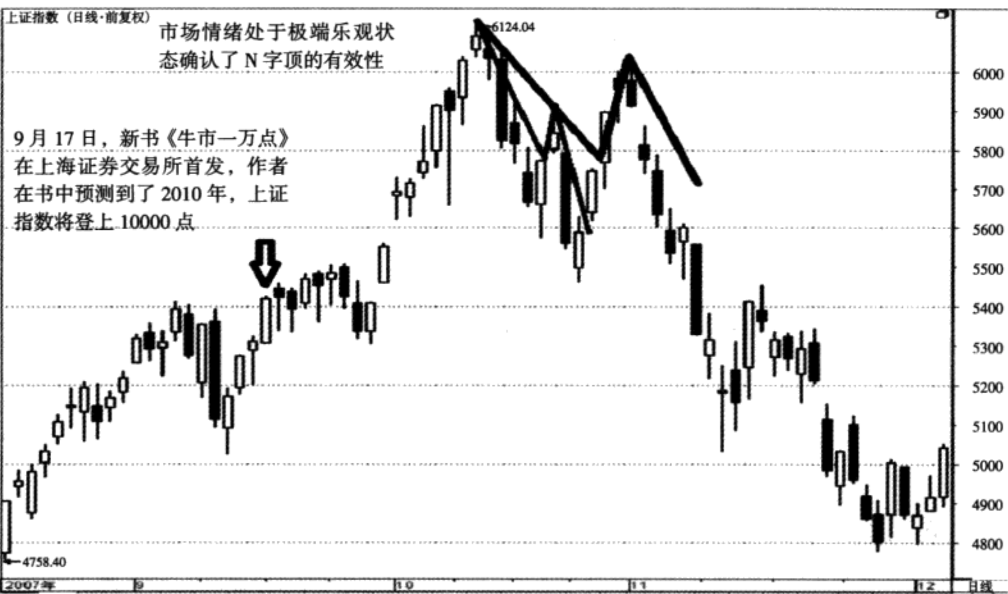
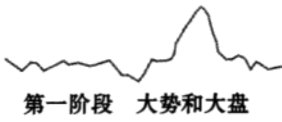


图 5-14　上证指数 N 字顶部与情绪乐观极点的结合

为了大家实践起来方便，我们给大家来个“按图索骥”。见图 5-15，你见到了 N 字底部，接下来你就应该寻求非技术面为主的有效证据，第一查看目前市场整体估值水平是不是足够低，具体就是看市盈率和市净率；第二查看市场情绪指标，比如知名杂志封面有没有突然提到股市，还应该查看知名博主们的舆论倾向等；第三查看社保基金和汇金有没有动静，通过网上输入关键字检索；第四查看下 M1 同比增速怎么样，看看央行网站，关注下货币政策委员会成员最近的言论等。反正，见了 N 字底部，你就照着图 5-15 逐条分析一下。同样，如果见了 N 字顶部，你就照着图 5-16 逐条分析一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



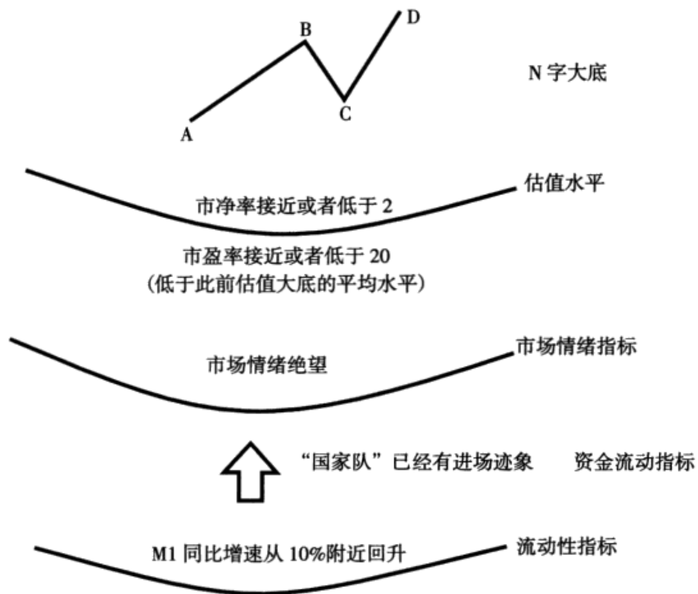


图 5-15 指数 N 字底部与驱动面和心理面的结合

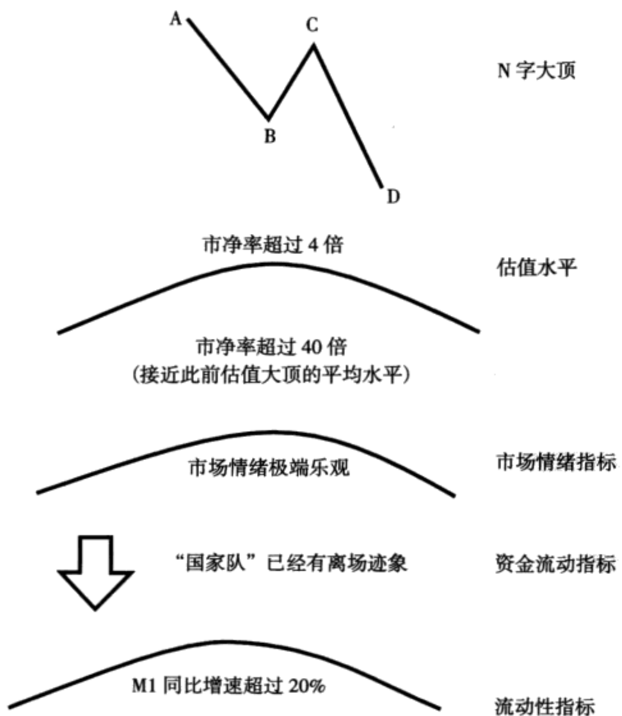


图 5-16 指数 N 字顶部与驱动面和心理面的结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



介绍完了 N 字顶部和 N 字底部，我们接着简单介绍 2B 顶部和 2B 底部。如果说 N 字顶部是右顶低于左顶的双顶，那么 2B 顶部就是右顶高于左顶的双顶（见图 5-17）。当指数从 2 顶处回落到 1 顶之下就基本确认了 2B 顶了，如果进一步跌破颈线，那么就进一步确认了 2B 顶了。2B 顶其实是典型的"多头陷阱"，股价在 2 顶处突破 1 顶的高点，虚晃一枪，这就是引诱突破而作的多头，或者是由于突破后多头蜂拥入场但是后续乏力以至于破位失败。

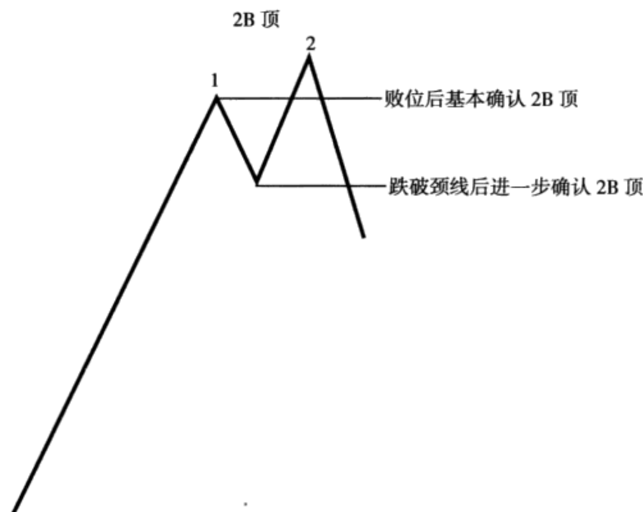


图 5-17　2B 顶部

我们来看一些指数走势中的 2B 顶实例，如图 5-18 所示的上证指数走势中出现的 2B 顶部，在第二顶部附近出现了黄昏之星，这其实是 K 线形态对 2B 顶的某种确认。又比如图 5-19 所示的上证指数另一例 2B 顶，这是一个小型的 2B 顶，而且第二顶以上影线的方式实现，表明上冲乏力。

2B 底部与 2B 顶部是镜像关系，明白了 2B 顶部你就差不多明白了 2B 底部。如果说 N 字底部是右底高于左底的双底，那么 2B 底部则是右底低于左底的双底（见图 5-20）。2B 底是典型的"空头陷阱"，不过在 A 股市场上由于做空不便，所以追空的可能性很小，一般只是多头止损而已。2B 底也分为初步确认和进一步确认两个步骤，这个其实也就是在进场及时性和可靠性的两种组合而已。

我们来看一些 2B 底部的实例，第一个例子如图 5-21 所示。上证指数在向下假突破后其实是形成了一个 2B 底，不过这个 2B 底又包含了一个 N 字底部。这是一个复杂的底部形态，我们倾向于根据 N 字底部操作，只在特别情况下采纳 2B 底部，比如突发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 5-18 上证指数走势中的 2B 顶部实例（1）



图 5-19 上证指数走势中的 2B 顶部实例（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



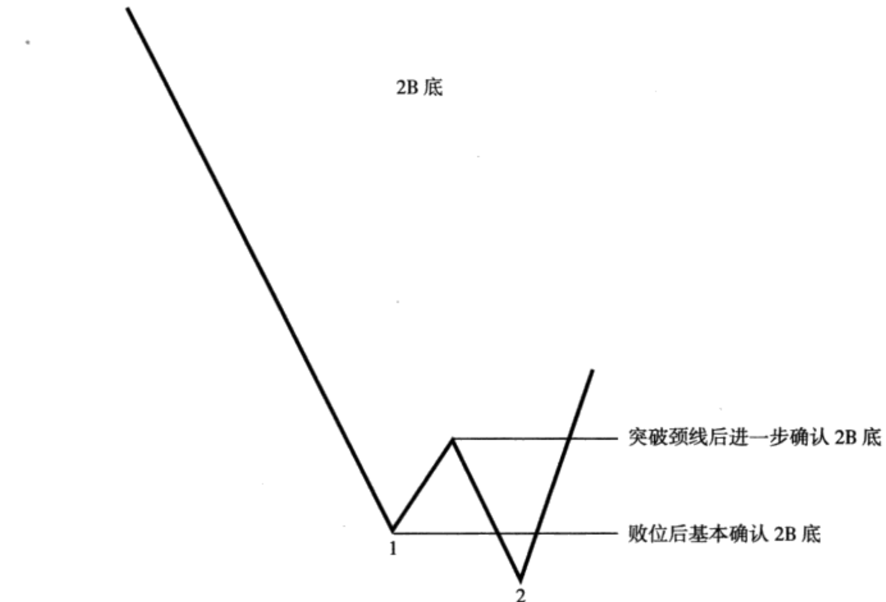


图 5-20　2B 底部

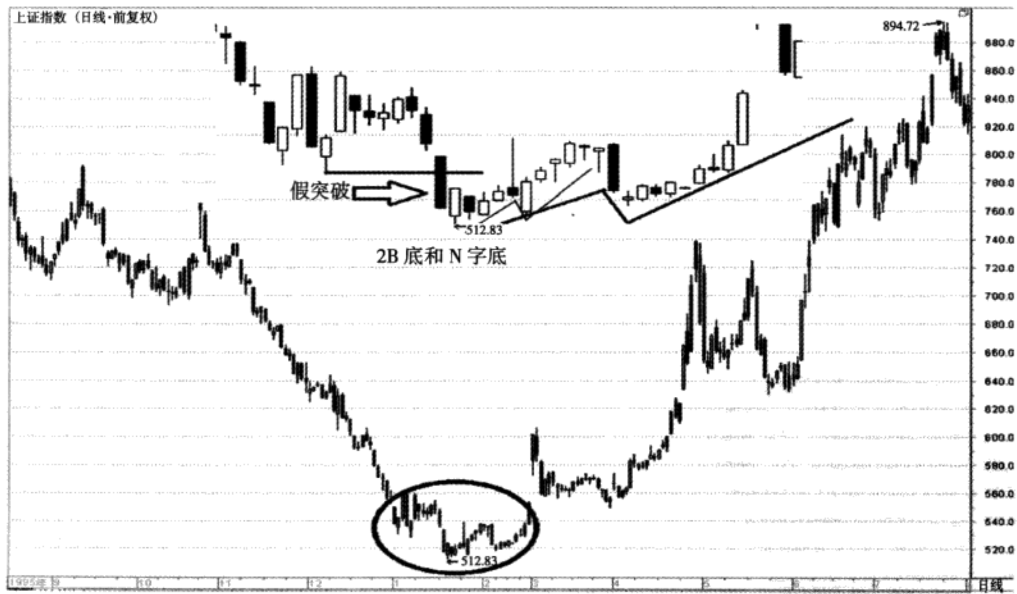


图 5-21　上证指数走势中的 2B 底部实例

性基本面大逆转。第二个例子如图 5-22 所示，A 股指数出现了一个简单的 2B 底部，不过这个例子中其实包含了连续的 2B 底，只不过此前 2B 底没能反弹超过颈线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5-22 A 股指数走势中的 2B 底部实例

有了 N 字底部或者 N 字顶部我们可以回过头来查看基本面和心理面是不是有重大变化，但是 2B 底部我们一般不这样用。我们一般是发现了基本面或者心理面有重大异常，才等待市场出现信号，要么是 N 字结构，要么是 2B 结构，所以 2B 结构的运用往往是确认信号。如图 5-23 所示，我们是从下面开始“按图索骥”，而不是像此前 N 字

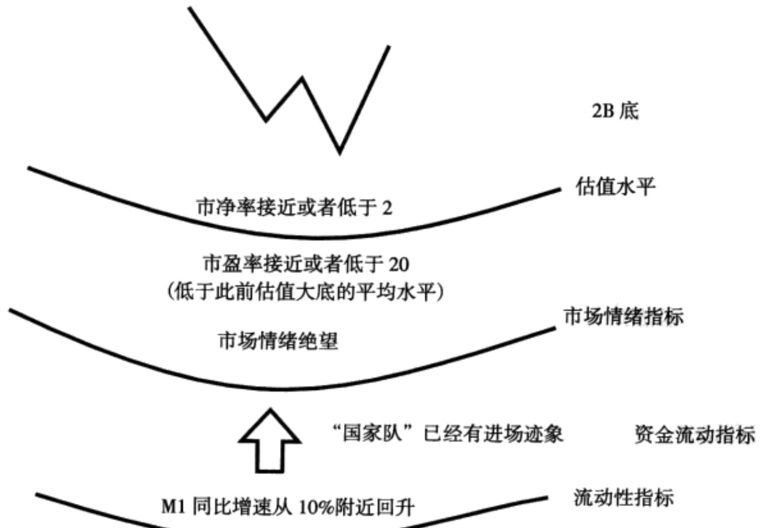


图 5-23 2B 底部与驱动面和心理面的结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结构那样自上而下。流动性指标见底了，我们等待 2B 底来确认（但往往是以 N 字底部来确认）；又或者是估值水平很低了，同时社保基金进场了，散户也极端悲观了，那么也等待 2B 底来确认。同样，2B 顶的"按图索骥"也是这个道理，如图 5-24 所示，从下往上看。

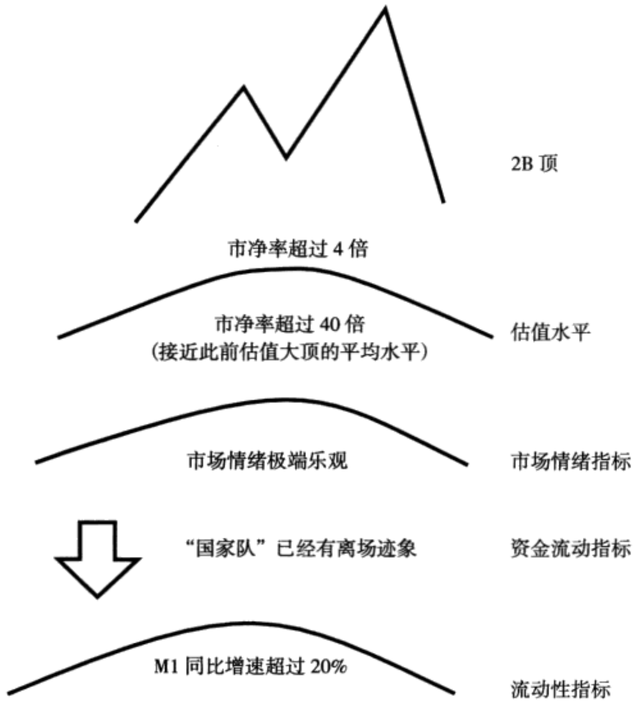
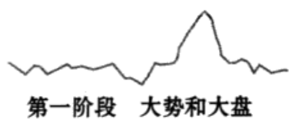


图 5-24 2B 顶部与驱动面和心理面的结合

N/2B 是我们对市场的基本认识，除此之外还有一种 N 字结构比较特殊，有必要提一下，我们称为翅膀形态，翅膀底部比翅膀顶部出现得更加频繁，所以我们一般忽略顶部的翅膀形态。底部翅膀形态分为三种，如图 5-25 所示，其实就是 2B 底部和 N 字底部的变种，这里提出来以便大家在今后的分析实践中不会感到迷惑。这种底部在期货（见图 5-26）、股指（见图 5-27）和个股（见图 5-28）上出现频率都不低，需要关注。当然，本课主要是讲股指，所以大家注意股指在 AIMS 框架下如何运用 N/2B/翅膀三种形态即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



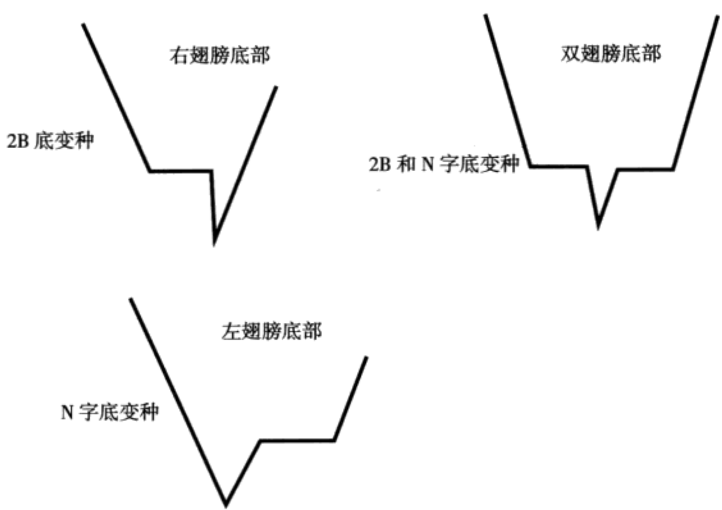


图 5-25 翅膀底部

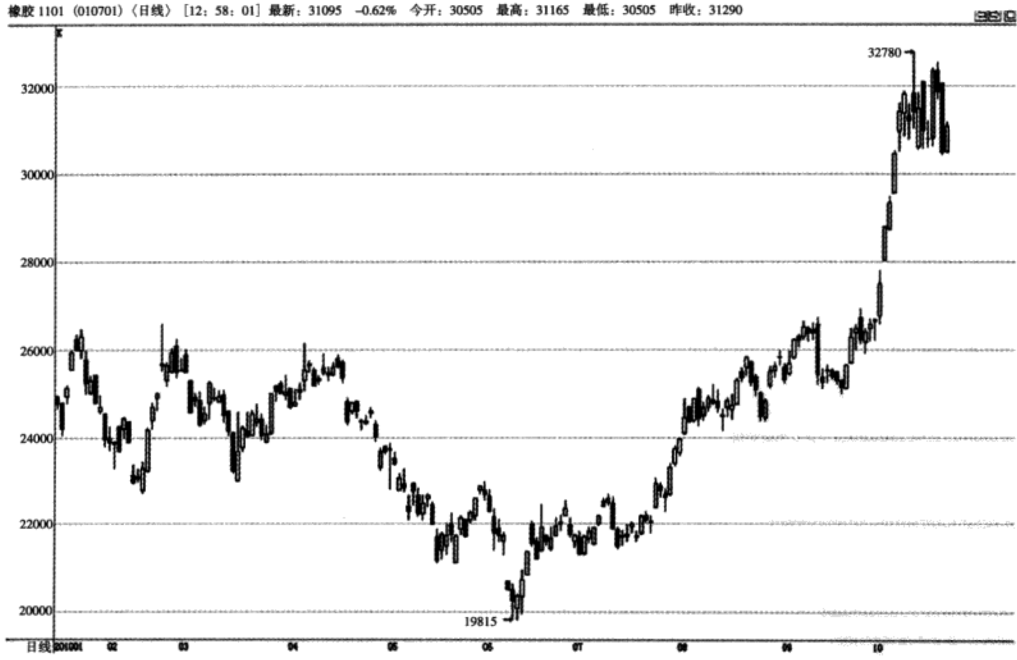


图 5-26 沪胶合约上出现的翅膀形态底部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 5-27　上证指数上出现的翅膀形态底部



图 5-28　紫金矿业走势上出现的翅膀形态底部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政策性因素对大盘的影响：股票供给（IPO）和交易规则（印花税）

要想有把握地讨论市场前景，我们就得研究会影响市场的各个领域……显而易见的是政策性因素也是市场表明的关键影响因素。

——文森特·凯特兰诺

以铜为镜，可以正衣冠；以史为镜，可以知兴替；以人为镜，可以明得失。

——李世民

我在历史中学到的唯一东西就是：大众从未从历史中吸取教训。

——沃伦·巴菲特

中国股市是不是政策市？其实，**任何国家的股市都不能摆脱政策市的定性。**股市作为资本市场，承担着经济改革和发展的重任，自然就不会为国家当局放任自流。因此，**任何交易者如果不能充分地理解政策对股市的影响，那么就很难驾驭大势，离开了大势一切股票短线交易都是“无头苍蝇式”的操作。**政府当局也是股市博弈的参与者，既然我们参与股市交易这个棋局，那么就不能忽略政府这个对手盘的意图和行动。但是，主流的股票交易书籍往往不能理性地对待这一点，要么对政府干预股市大加鞭挞，以投资者之友自居；要么对政策视而不见，认为市场有自身的发展规律，政府的行为不能干预市场趋势。这两类观点和做法都走了极端，其实政府干预市场在全世界都很普遍，我们没有必要将自己的损失怪罪于政府，理性的做法也不是忽略政府的行动和意图，而是重视这个对手盘，研究其市场影响，最终从中获利，“顺势而为”才是上善若水的具体表现。

你要记住一句话：**在 A 股市场中，主力资金永远都在盯着政策，政策是股市最大**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



博弈者的工具。最大博弈者的行为和意图如果都被忽视掉了，就算是再强的主力也无法取胜，因为这个最大博弈者不仅仅是参与者，更重要的是规则制定者。**所谓世界上最强大的实力就是制定博弈规则的能力，**这个没搞清楚的话，就无法改变命运。政策的变动带来重大的持续套利机会，主力当然要盯着。

一项重大政策出台后，如果连散户都看得出来，急匆匆地跳上去，那么行情肯定会反复，让散户大部分下车之后，主力才会开始正式利用这个机会。这个时候不是政策没有起作用，而是认识到的人太多，加入的人太多，主力不可能为散户抬轿子啊。这些都要多从博弈论的角度去思考，多问问为什么。写作这本书的时候，政府开始讨论地方养老金入市的问题，很多人就想等着养老金入市了再跟进。殊不知地方养老金在建完仓之前肯定是不会大张旗鼓宣扬的，这个问题你深入思考一下就明白了，从博弈的角度去分析就明了。新股民往往受到单一信息和舆论的影响，如果能够把多方面的信息综合起来，那么就能够很好地解读政策的意图和影响力了，也能够很好地解读主力的可能行动路径。

股市从来都是一个脱离不了政府干预的博弈场合，我们必须从这个实际出发，建立一套基于政治经济学的分析框架，在此基础上捕捉大盘的牛熊转化以及个股机会。A 股市场仍旧是一个服从于国家政治和经济改革大局的金融工具，A 股从熊市转为牛市的关键因素除了经济周期外，更重要的是政府基于自己具体的利益诉求以行政力量调动资源，推动股市步入牛市。**政府推动股市步入牛市的最重要标志是投入大量的真金白银。**在这种情况下，监管当局会组织大资金入市来贯彻政策意图，这里的大资金并非仅是汇金系，这是大家要注意的。另外，政府推动资金入市并不是市场转牛的充分条件，而仅是必要条件，因为推动代表的是意愿，还要看实际入市的资金情况。不过，只要政府意愿足够强，在 A 股市场上监管当局是有足够的工具和资源来实现其战略意图的，只是或早或晚罢了。由此看来，**要想弄清楚大盘走势就必须对政府这个市场参与者的意图有准确的理解。炒股要听懂政府的话，搞清楚监管当局的真实意图，更进一步地要知道监管当局贯彻意图的能力水平。**如果机械地按照政府的表面意思去操作，不顾及深层的意图和监管当局的贯彻能力就会在熊市急剧下跌中被套。我们**除了考虑政府的意图，还要考虑政府的能力，**比如熊市中出台的利好政策往往不能立即让市场反转，有时候会出现反弹，有时候则是加速下跌。这就表明，在市场这个阶段，政府的干预能力比较薄弱，或者是干预程度还不够。在 2007~2008 年的暴跌中，降低印花税与推出 4 万亿元刺激政策绝不具有同样的影响力，这是我们作为短线交易者需要明白的一个道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有股票短线交易者都应该熟悉决策层和监管当局的辞令，这样才能明白这个市场最大参与者的真实意图。即使最直接影响大盘走势的流动性其实也是由政府控制的，货币供应量直接决定了包括股市在内的各种资产的基准定价和投资者的风险偏好。比如，2008 年上证指数大跌的直接原因就是前三季度一路紧缩的银根。当时流动性非常紧张，股票市场怎么能在高位站稳呢？那些号称牛市一万点的理论家只不过是在画大饼而已，一相情愿地将经济大好前景贴现到现在，殊不知**如果缺乏流动性，再好的业绩也无法在指数上体现出来。**所以，资深的股民经常挂在嘴边的一句话就是“**通缩无牛市**”。但是，也要明白当物价上涨过快的时候，利率也面临上调，**连续上调之后，**流动性必然出现紧缩，而这对股指上涨是不利的。与流动性相对的就是股票供给量，这个也与监管当局的意图密切相关。**历次救市，当局最为核心的手段都是改变供求矛盾，都是将扩容控制在适度的范围之内。**比如，1994 年上证指数从 1559 点持续下跌到 325 点的时候，时任证监会主席的刘鸿儒提出了三大救市政策：第一条是放缓新股发行节奏和上市节奏；第二条是发展国内机构投资者；第三条是对资信度高的证券机构进行融资。这三条要么着眼于减少股票供给，要么着眼于增加资金。此后，上证指数立即掉头向上，上涨到 1052 点。又比如，1996 年上证指数大跌到 512 点，当时的证监会主席是周道炯，他同样是采取减缓新股发行和扩大资金入市的套路。此后，上证指数走出低迷。1999 年 5 月上证指数徘徊在千点左右，周道炯推动保险资金入市，暂缓新股发行和为券商融资的老套路，指数恢复元气。2005 年中，上证指数跌破 1000 点关口，当时的证监会主席尚福林也采取了减缓扩容的措施。**股指的走势受制于资金和新股供给，而这两者都明显受制于监管当局的意图。**

失败的股票短线交易者往往忽略了这一点，而某些不注意分析“参与方意图”的纯技术派交易者则会陷入“市场该怎么样”的陷阱。**其实，我们应该转换视角，从“该怎样”转变思维为“是怎样”和“将怎样”。**从必然思维转换成概率思维，情景规划思维是我们在短线交易中有的放矢，同时规避风险的关键。

我们来大致梳理一下政策对 A 股市场大势的影响。1996 年初的时候，大量散户涌入 A 股市场，全社会参与炒股的风气尤盛。这时候政府认为证券市场的投机之风干扰了国民经济的健康运行，因此在这年底亮出了“12 道金牌”抑制股市投机热潮，结果就是股市暴跌 30%。2001 年国有股准备减持使得 A 股进入熊市，2005 年开始的大牛市除了外汇占款暴增之外，也是为了推动“股改”的顺利进行。2007 年 5 月 12 日，为了抑制全民炒股的疯狂投机热潮，管理当局提高了证券印花税，这导致股市在 6 个交易日内狂跌了 30%。2008 年金融危机中为了挽救股市停发了新股，同时货币政策超级宽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



松，这使得 2009 年股市出现了翻倍行情。政策无论是有意还是无意总是对股市产生了显著的影响，政府作为股市的参与者，虽然没有直接在股票市场上买卖，但是其作为规则制定者和裁判员确实对股市产生了巨大的影响。**规则决定规律，在股市中规则与题材一样可以为主力资金所用，当然也能为聪明的个人投机客所用。**

股市的主要功能是为实体经济的发展融资，这是政府对股市的定位，**A 股市场的本质是以政策指导下的经济发展为导向，**股市担负着吸纳和释放流动性，调控经济冷热的责任，指数的涨跌与流动性充裕与否明确相关，股市指数走势就是银行资金进入和流出股市的直观表现，而这个流动过程与政策关系密切。

纯技术思维容易忽略这一层非常重要的关系，普通散户绝大多数都采用技术指标和死板的 K 线知识，他们是“技术分析三大前提”的忠实拥趸。但现实结果是什么呢？真正赚钱的游资和基金可不是盯着技术指标和 K 线就做到了。而死死盯着技术指标的散户却在大面积亏损，即使赚钱也往往是账面盈利而已（最终落袋后往往亏损居多）。**缺乏对政策的认识，炒股没有跟着党走，就会犯方向性的错误，**不看基本面，纯粹看技术指标，等于少了一条腿走路，这注定是要亏损的。

对 A 股市场主要制度变化和重大政策的始末要有所知晓，这样才能对潜在大行情有所意识。在本课我们基于历史的角度，主要介绍 IPO 和印花税等政策对股市的影响，下面逐一展开讨论。

IPO 重启就是重新启动新股发行，IPO 是 Initial Public Offerings 的缩写，中文意思是首次公开募股，也就是首次公开发行股票。简单说就是发行新股。

管理层对控制 IPO 的思路主要基于三个基本思想：第一个基本思想是保证证券市场融资功能长期有效，从这个角度来说，**暂停 IPO 是非常态的权宜之计，而重开 IPO 是必然之举；**第二个基本思想是管理层**通过 IPO 的关闭或重启来契合经济发展，**什么时点关闭或重启，以什么样的股票为代表，都**与高层对经济面的指导思想有密切关联；**第三个基本思想是“利益最大化”，IPO 审核是一项重要的行政资源，管理层不会做出“饮鸩止渴”之事，导致市场萎缩，资金枯竭。IPO 的暂停和重启都会是缜密安排后的一系列事件集合，而不会是单纯的“停止”或“放行”。从历史经验来看，新股发行对市场更多的是一个中短期的影响，并不能完全改变市场的大趋势。其实投资者对新股发行的担忧更多来自心理层面，其中的逻辑当然来自新股发行带来新资产的供给，吸引资金分流到一级市场，则供求格局改变，市场下跌。

由于针对 IPO 暂停和重启划分不同，存在两种主要的暂停和重启时间表，第一种如下：第一次，1994 年 11 月 1 日暂停，1995 年 1 月 24 日重启（见图 6-1），IPO 公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是中炬高新。当时股市正是牛市的开头，上市当天上证指数下跌 1.06%，一周内下跌 3.56%，一个月内上升 1.41%。可见这次 IPO 没有改变市场运行的趋势。

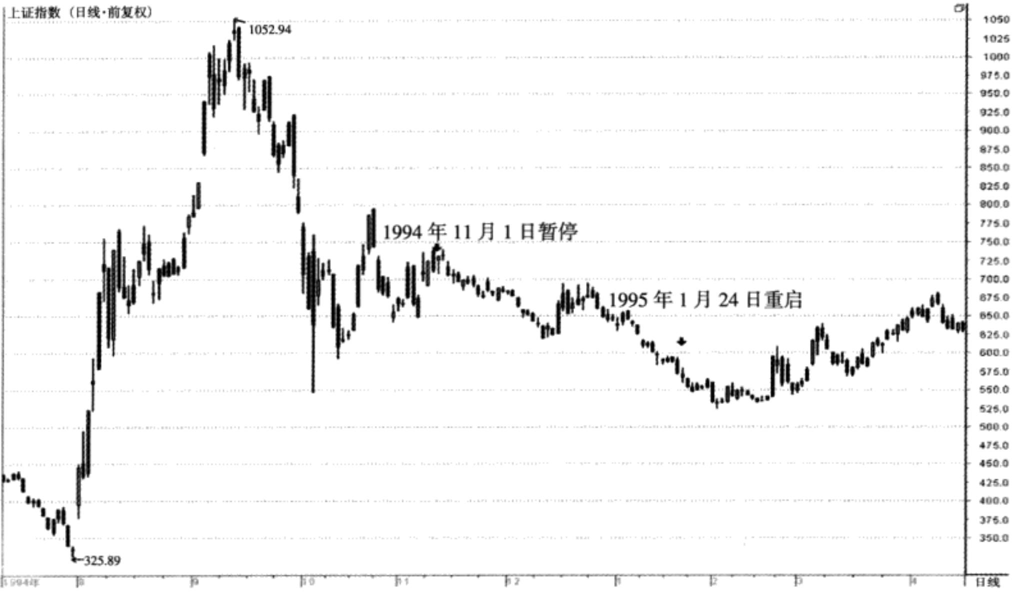


图 6-1 IPO 暂停重启第一种划分下第一次

第二次，1995 年 4 月 11 日暂停，1995 年 6 月 30 日重启（见图 6-2），IPO 公司是



图 6-2 IPO 暂停重启第一种划分下第二次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



创业环保。当时股市也处在牛市，上市当天上证指数下跌 2.07%，一周内上涨 0.96%，一个月内上涨 8.36%。可见这次 IPO 也没有改变市场运行的趋势。

第三次，1995 年 7 月 5 日暂停，1995 年 10 月 10 日重启（见图 6-3），IPO 公司是东方电气。当时股市还处在牛市，上市当天上证指数上涨 0.33%，一周内上涨 0.70%，一个月内上涨 4.23%。可见这次 IPO 还是没有把牛市拉下马。



图 6-3 IPO 暂停重启第一种划分下第三次

第四次，2001 年 9 月 10 日暂停，2001 年 11 月 29 日重启（见图 6-4），IPO 公司是华联综超。当时股市处在熊市的开头，上市当天股市下跌 0.16%，一周内上涨 0.59%，但一个月内下跌 5.84%。可见这次 IPO 没有改变熊市的深度发展。

第五次，2004 年 9 月 9 日暂停，2005 年 2 月 3 日重启（见图 6-5），IPO 公司是华电国际。当时股市处在熊市的末期，上市当日股市下跌 0.81%，一周内上涨 0.52%，一个月内上涨 2.99%。但后来股市继续下跌到 998 点。可见这次 IPO 也没有改变熊市的继续发展。

第六次，2005 年 6 月 7 日暂停，2006 年 6 月 19 日重启（见图 6-6），IPO 公司是中工国际。当时股市处在牛市，当日股市上涨 0.75%，一个月内上涨 5.76%。可见这次 IPO 也没有改变牛市的运行规律。

第七次，2008 年 9 月 25 日暂停，2009 年 6 月 17 日重启（见图 6-7）。2009 年 6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-4 IPO 暂停重启第一种划分下第四次



图 6-5 IPO 暂停重启第一种划分下第五次

月 10 日，中国证监会正式公布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，完善询价和申购的报价约束机制，杜绝高报不买和低报高买，同时网下网上渠道分开、网上申购设置上限，以提高中小投资者的中签率。2009 年 6 月 18 日，A 股市场 IPO 在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



暂停 9 个月后重启。桂林三金药业股份有限公司正式获得证监会批文，获准发行，成为自 2008 年 9 月以来第一家获准新股发行并在中小板上市的公司。之后，四川成渝成为 IPO 重启后首个在沪市上市的企业。



图 6-6 IPO 暂停重启第一种划分下第六次



图 6-7 IPO 暂停重启第一种划分下第七次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二种 IPO 暂停和重启的划分方式如下：

第一次 IPO 暂停和重启，暂停 IPO 时间为 1994 年 7 月 21 日到 1994 年 12 月 7 日（见图 6-8）。1994 年 7 月 20 日粤宏远 A 发行后，一直到 1994 年 12 月 8 日，中炬高新（600872）发行，新股暂停发行约 5 个月。其间大盘经过一轮俯冲，从 380 点附近快速探底 325.89 点，之间大约为一周，随后就展开一轮大幅度上涨，至 9 月上旬，已经飙升至 1052.94 点。此后至 12 月 7 日，又回到了 650 点附近。新股发行重新启动后，大盘继续探底，并在次年的 2 月探底至 524 点附近。



图 6-8 IPO 暂停重启第二种划分下第一次

第二次 IPO 暂停和重启，暂停 IPO 时间为 1995 年 1 月 19 日到 1995 年 6 月 9 日（见图 6-9）。1995 年 1 月 18 日，仪征化纤招股后，到 1995 年 6 月 12 日，创业环保（600874）招股，新股暂停发行时间约 5 个月。其间大盘曾走出一波大幅度上涨行情，从 524.43 点起涨，到当年 5 月涨到最高的 926.41 点，随后展开回调。随后新股发行恢复，6 月 12 日大盘已经跌破 700 点，至 7 月初，大盘已经跌至 600 点附近。

第三次 IPO 暂停和重启，暂停 IPO 时间为 1995 年 7 月 5 日到 1996 年 1 月 3 日（见图 6-10）。1995 年 7 月 4 日东方电气公开发行后的一段时间内，只有洛阳玻璃、东北电气（000585）两家新股发行，到 1996 年 1 月 4 日，黔轮胎招股后，新股发行才密集进行，因此，这段时间也可作为暂停新股发行来看待。这期间，大盘曾走出一段上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨行情，但是一直无法突破 800 点，随后展开暴跌，至 1996 年 1 月初，大盘已经跌至 500 点附近，而黔轮胎的新股发行后，大盘开始构筑底部，1 月 19 日探底 512.83 点后，一路上行，展开一轮大牛市，在当年底飙升至 1258.69 点。

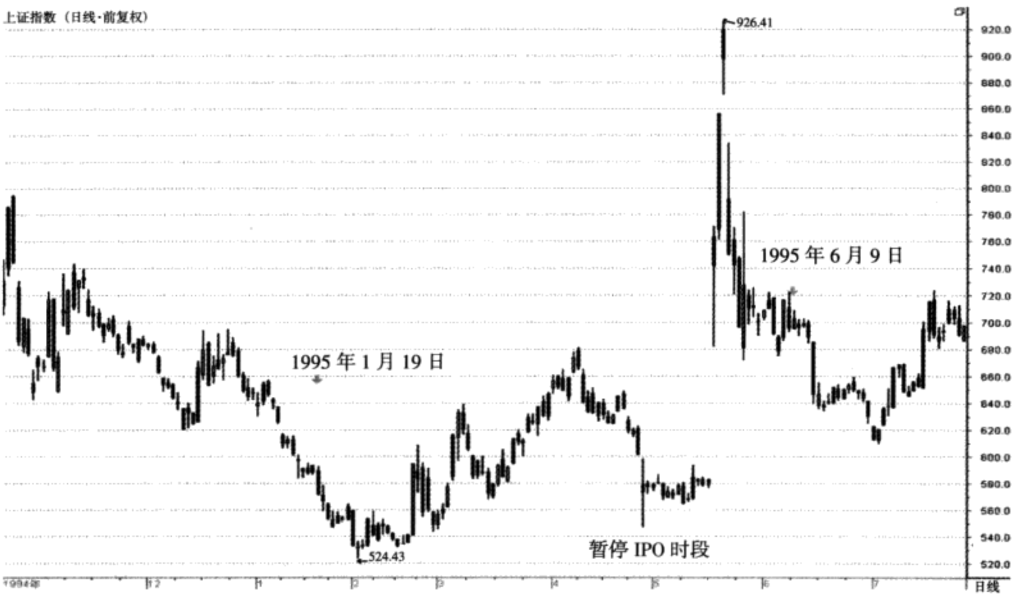


图 6-9　IPO 暂停重启第二种划分下第二次



图 6-10　IPO 暂停重启第二种划分下第三次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四次 IPO 暂停和重启，暂停 IPO 时间为 2004 年 8 月 26 日到 2005 年 1 月 23 日（见图 6-11）。自双鹭药业发行之后，新股发行再度暂停，到 2005 年 1 月，华电国际（600027）的发行宣告 IPO 重新启动。暂停期间，虽然也出现了多次的反弹，但是下降趋势十分明显，市场再度创出新低，新股发行重启后，大盘出现了短暂的反弹，从 1180 点附近反弹至 1300 点，这次的反弹持续时间不到两个月就直扑 1000 点。



图 6-11 IPO 暂停重启第二种划分下第四次

第五次 IPO 暂停和重启，暂停 IPO 时间为 2005 年 5 月 25 日到 2006 年 6 月 2 日（见图 6-12）。这是 A 股历史上新股发行暂停时间最长的一次，因为股改的启动，新股发行暂停了一年，暂停期间，大盘开始大幅度回升，新的牛市来临。2006 年 6 月 5 日，新老划断第一股中工国际（002051）招股，虽然导致了短期市场的回落，大盘从 1700 点附近最低回落到 1512.52 点，但随后很快就创出新高，此后更是一路上涨到 6000 点。

国联证券高级研究员肖彦明认为成功的 IPO 重启具有三大特征，即严厉的宏观调控措施实施后，经济有回暖迹象；流动性环境好转，市场成交量上升；有来自最高层次的政策扶持。**股票市场中每一次发行新股或者增发都意味着要抽血，关键就要看"输血得快"还是"抽血得快"**，股市涨跌也可以从简单的供求关系上推断（其实，投资巨擘吉姆·罗杰斯就是用类似于蛛网模型的动态供求分析方法来应对一切资产市场价格变动的，特别是商品市场），QFII 和社保后续入市规模有多大，储蓄搬家情况如何，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-12　IPO 暂停重启第二种划分下第五次

这些都是对股票的需求，而 IPO 后续规模有多大，解禁股后续规模有多大，这些都是对股票的供给。**大量的扩容必然是一个驱使大盘下行的趋势性力量，至于股市是否下行，则同时看后续净增入市的资金规模有多大。**牛市中扩容大盘仍旧上涨，并不说扩容对股价上涨没有直接关系，而是因为市场新增资金比扩容规模更大。有人做过简单的统计发现：**新股发行暂停后，不超过 25 个交易日都会出现上涨幅度超过 18%的大盘行情。**当然，要搞清楚背后的原因，而不是将其当做规律，这只是个统计结果而已，并非物理学规律。

成功的 IPO 重启与牛市轨迹相吻合，关键要注意“成功”两个字。**只有好的市场环境才能保证 IPO 的持续进行，在市场不好的情况下勉强为之的 IPO 扩容最终只能引发参与者“用脚投票”。**所以成功的 IPO 重启与牛市之间的契合不是一种巧合，而是政策扶植下的殊途同归，从这里可以明显看出政策对股市的影响力。试探性的 IPO 重启仅具有短期效应，关键是要留意“试探性”三个字。试探性的 IPO 重启也会出现短暂的上涨行情，这是因为参与大众对于“IPO 等于政策扶植市场”这一规律是有一定共识的，因此在每次的 IPO 重启时，大众都会抱有一定期望。这样一个上涨过程长可能持续 2~3 个月，短则可能维持 1 个月。但每当这些期望落空之时，市场又重新回归下跌走势。IPO 重启后，由于积压的待上市公司过多，会对市场形成压力，不过从统计分析及历史经验可知，相关板块及个股存在较大的题材类或者主题类的交易机会，中短线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易者应该重点关注。

首先受益的是参股新股的个股，其次是与首只或首批新股的行业属性相近的板块个股有望“借题发挥”。高胜算和高报酬率的交易机会出现在新股上市之后。**从历史上看，历次 IPO 重启从开始招股到新股上市，市场基本都是以下跌为主，而新股正式上市之后的 1 个月内则无例外都是上涨的。**所以，无论是短期还是中期的交易机会，往往都会出现在新股上市之后。

从历史经验可知，市场大众对新股投机往往都比较热衷，这使得新股在二级市场的股价由于市场的过高预期而往往出现较高的溢价，这会带动与其行业属性相关的板块个股“鸡犬升天”。当然，**IPO 重启通常利好于券商股，**当然这个不能忽略大势等因素。

接着我们介绍另外一种政策工具——证券交易印花税。印花税是以经济活动中签立的各种合同、产权转移书据、营业账簿、权利许可证照等应税凭证文件为对象所征的税。印花税由纳税人按规定应税的比例和定额自行购买并粘贴印花税票，即完成纳税义务。证券交易印花税是印花税的一部分，根据书立证券交易合同的金额对卖方计征。

A 股市场自建立以来，中国股市印花税税率曾经有过数次调整。印花税的调整基本上不会改变股票市场的大势，但是会引发普通参与者的群体性疯狂，而这点往往成为主力洗盘或者派发的“借力”题材。**印花税上调往往会引发股市集体暴跌，而印花税下调则往往会引发股市集体暴涨，这些涨跌都是由散户的羊群效应引发的，主力往往对这些调整看得很清楚。牛市中的印花税上调，往往成为主力洗盘，提高散户持仓成本的机会；熊市中的印花税下调则往往成为主力继续出逃的机会。**吕志勇和张良两位先生合作对印花税调整前后的股市波动进行了研究，经过统计分析发现：**印花税调整对交易量一般都存在短期影响，但在长期，单纯的印花税调整对交易量影响不大。**他们认为，在理论上，高的印花税会降低噪声交易者，从而减小市场波动性，提高市场有效性；反之则会增加市场波动性，但中国的实证数据却没有得到这一结果。

1990 年 5 月 25 日到 6 月 27 日的 1 个月中，深圳 5 种上市股票价格的增幅为：深发展 100%、万科 380%、原野 210%、金田 140%、安达 380%。于是《人民日报》编发了《深圳股市狂热，潜在问题堪忧》的情况汇编，说股票市场使机关人去楼空。1990 年 6 月 28 日，深圳市颁布《关于对股权转让和个人持有股票收益征税的暂行规定》，首先开征股票交易印花税，由卖出股票者按成交金额的 6‰缴纳。1990 年 11 月 23 日，深圳市对股票买方也开征 6‰的印花税。

第一次调整印花税为 1991 年 10 月，为了刺激低迷的股市，深圳市将印花税税率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



调整到 3‰，1991 年 10 月 10 日上海证券交易所也开始对股票买卖双方实行双向征收，税率为 3‰。大牛市行情从这里启动，半年后上证指数从 180 点飙升至 1992 年 5 月的 1429 点，升幅高达 694%（见图 6-13）。

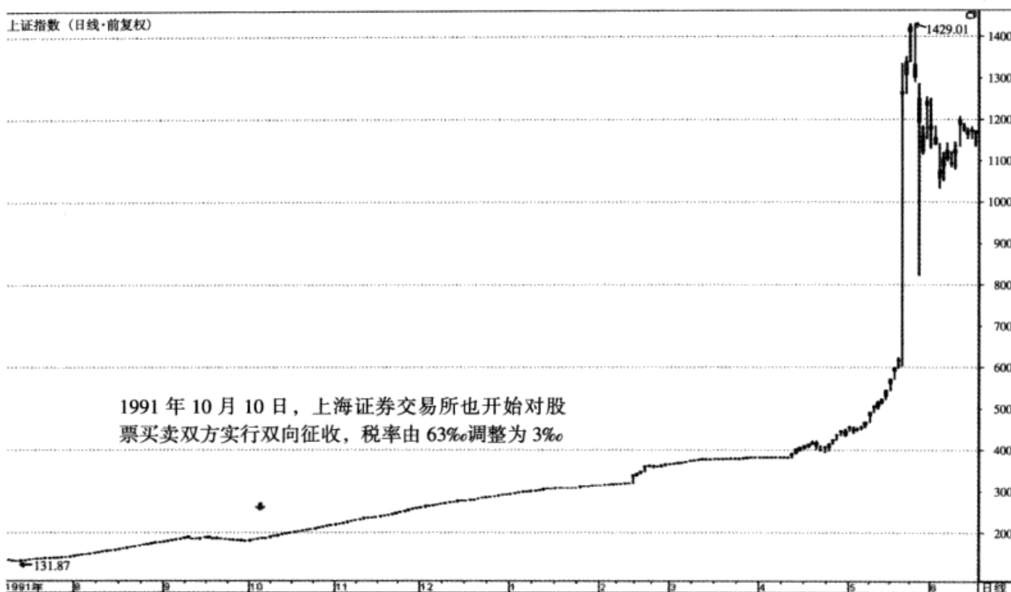


图 6-13　第一次调整证券交易印花税税率

第二次调整印花税为 1992 年 6 月 12 日，国家税务总局和国家体改委联合发布《关于股份制试点企业有关税收问题的暂行规定》文件，明确规定股票交易双方按 3‰ 的税率缴纳印花税。虽然当天指数并没有剧烈反应，但随后指数在盘整一个月后即掉头向下，一路从 1100 多点跌到 300 多点，跌幅超过 70%（见图 6-14）。

第三次调整印花税为 1997 年 5 月 12 日。1996 年初，这一波大牛市悄无声息地在常规年报披露中发起。上证指数从 1996 年 1 月 19 日的 500 点上方启动，1997 年 5 月 12 日达到 1510 点。不到半年时间，大盘暴涨 1000 点。针对当时证券市场过度投机的倾向，证券交易印花税税率从 3‰提高到 5‰。大盘在当天就形成大牛市的顶峰，在印花税上调的第一个交易周上证指数下跌 10.31%，最多下跌到 1025.13 点，跌幅为 32.12%。之后市场一直盘整，等到 1999 年“5·19 行情”才重新走牛（见图 6-15）。

第四次调整印花税为 1998 年 6 月 12 日，为了使证券市场能持续稳定向前发展，经国务院批准，国家税务总局将证券交易印花税税率从 5‰下调至 4‰。1998 年 6 月 12 日印花税税率由 0.5%调低至 0.4%。这本来是个利好，但从走势图中可以明显地看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出，这里也形成了头部，此后股指调整近一年。股指不升反降，两个月内震荡走低 400 点。股市在 1998 年一直低迷，特别是受亚洲金融危机的影响；股市的低迷一直持续到“5·19 行情”来临（见图 6–16）。

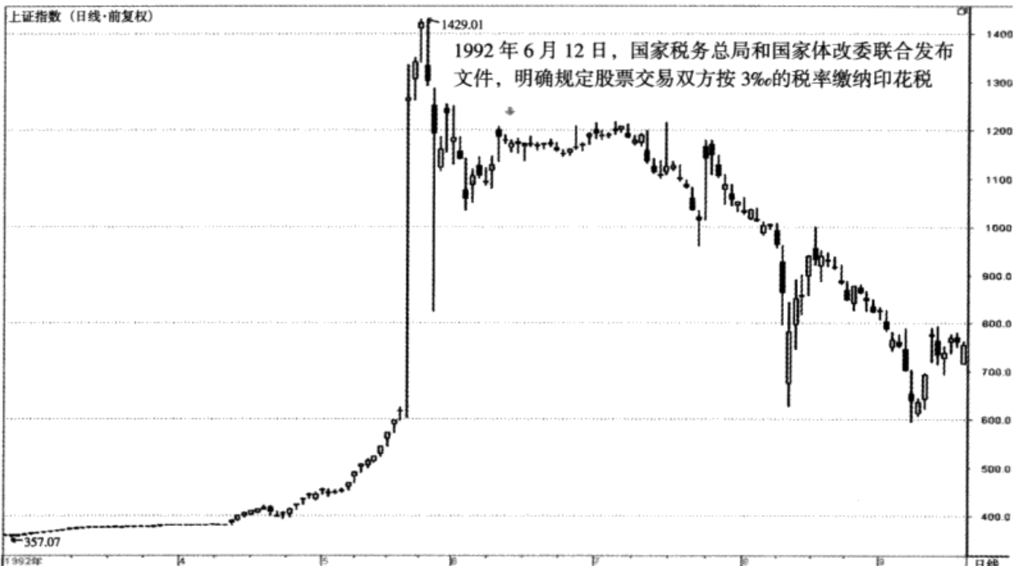


图 6–14　第二次调整证券交易印花税税率

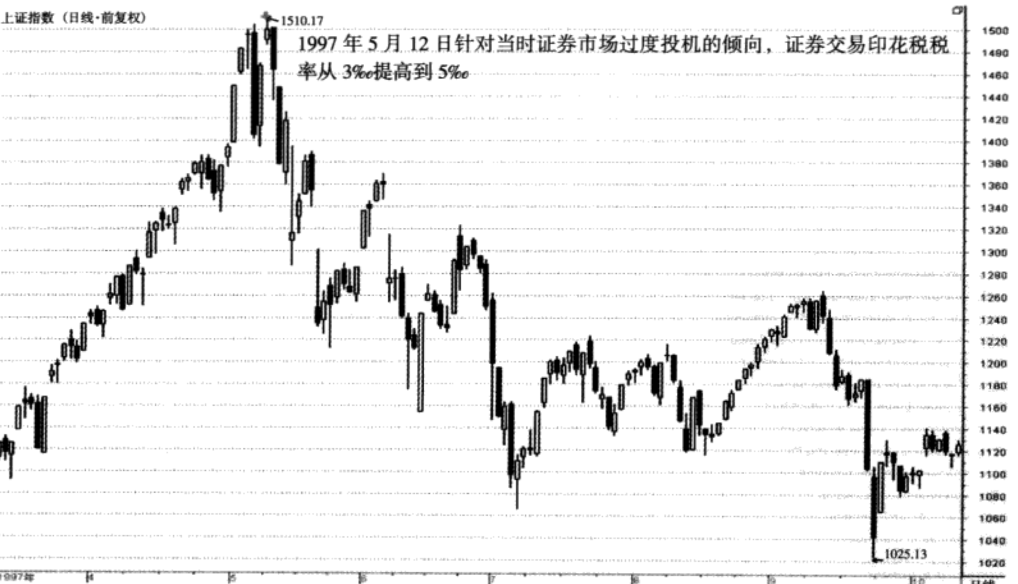


图 6–15　第三次调整证券交易印花税税率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-16 第四次调整证券交易印花税税率

第五次调整印花税为 1999 年 6 月 1 日，为了活跃 B 股市场，国家税务总局再次将 B 股交易税率降低到 3‰。上证 B 指在一个月内从 38 点拉升至 62.5 点，涨幅高达 50% 多。B 股至此步入牛市行情中（见图 6-17）。

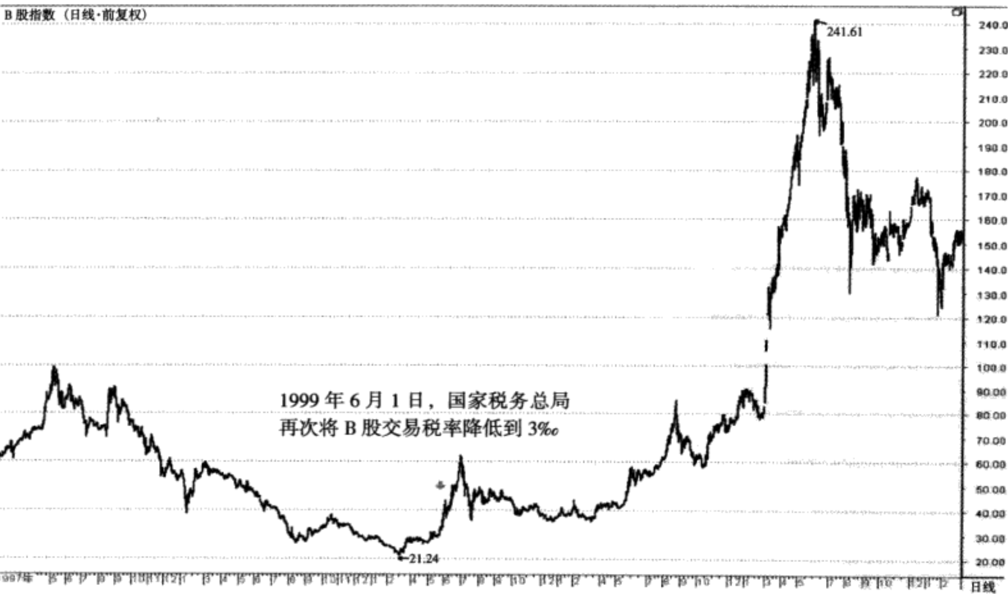


图 6-17 第五次调整证券交易印花税税率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六次调整印花税为 2001 年 11 月 16 日，财政部调整证券（股票）交易印花税税率，从 4‰调整为 2‰。对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让书据，由立据双方当事人分别按 0.2%的税率缴纳证券（股票）交易印花税。受利好政策影响，沪深两市走出强烈反弹行情，大盘剧烈高开，盘中最高涨幅近 7%。股市产生一波 100 多点的波段行情，11 月 16 日这天正是这轮波段行情的启动点。沪指在展开 100 多点的反弹之后，继续下跌之旅（见图 6–18）。



图 6–18 第六次调整证券交易印花税税率

第七次调整印花税为 2005 年 1 月 23 日，为进一步促进证券市场的健康发展，经国务院批准，财政部决定从 2005 年 1 月 24 日起，调整证券（股票）交易印花税税率，由 2‰调整为 1‰。从 2004 年 7 月便开始盛传的印花税将下调，到如今财政部正式宣布实施，利好消息对股市的作用锐减到几乎可以忽略。大盘上涨 24 点，报收 1255.78 点，象征性地上涨 1.7%。自 1 月 24 日降低印花税政策利好行情夭折以来，大盘连阴 5 日。沪指此轮调整最低点报 998 点（见图 6–19）。

第八次调整印花税为 2007 年 5 月 29 日，经国务院批准，财政部决定从 2007 年 5 月 30 日起，调整证券（股票）交易印花税税率，由 1‰调整为 3‰。在此之前，沪指已经由 2005 年 6 月 6 日的最低 998 点涨至 3000 点附近，涨幅超过 200%。有关数据显示，2007 年 4 月，上证 A 股单月换手率达到 119.74%，创下自 1999 年 6 月以来的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高。沪指 5 月 30 日开盘报 4087.41 点，低开 247.51 点，跌幅达 5.71%，报收 4053.09 点，下跌 281.84 点，跌幅 6.50%。6 月 1 日，市场恐慌情绪再度加速蔓延，两市近 700 只个股跌停。6 月 4 日，沪指连续跌破 4000 点、3900 点、3800 点、3700 点的 4 个整数关口，沪深两市创下单日下跌点数历史纪录，800 余只股票跌停，股市开始了两个月的中期调整（见图 6-20）。

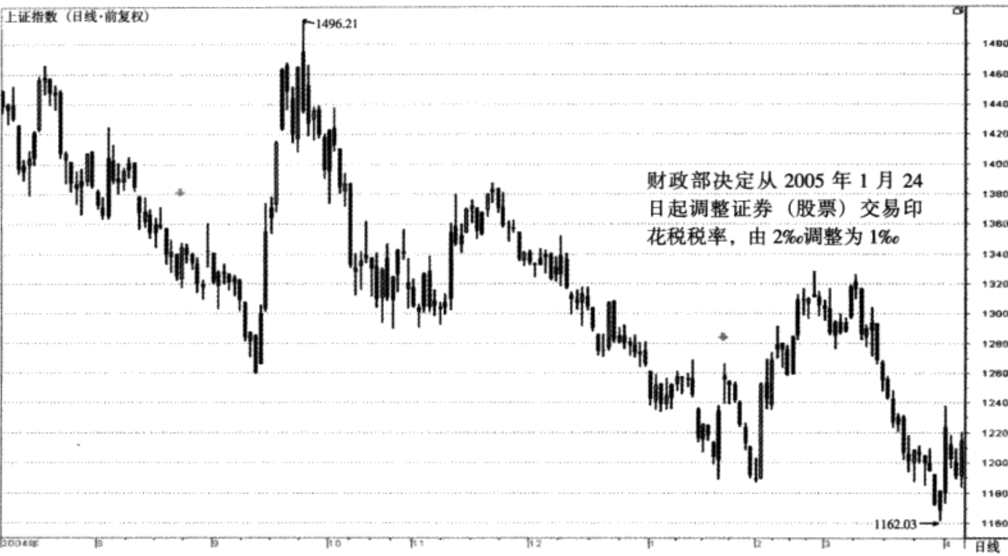


图 6-19 第七次调整证券交易印花税税率

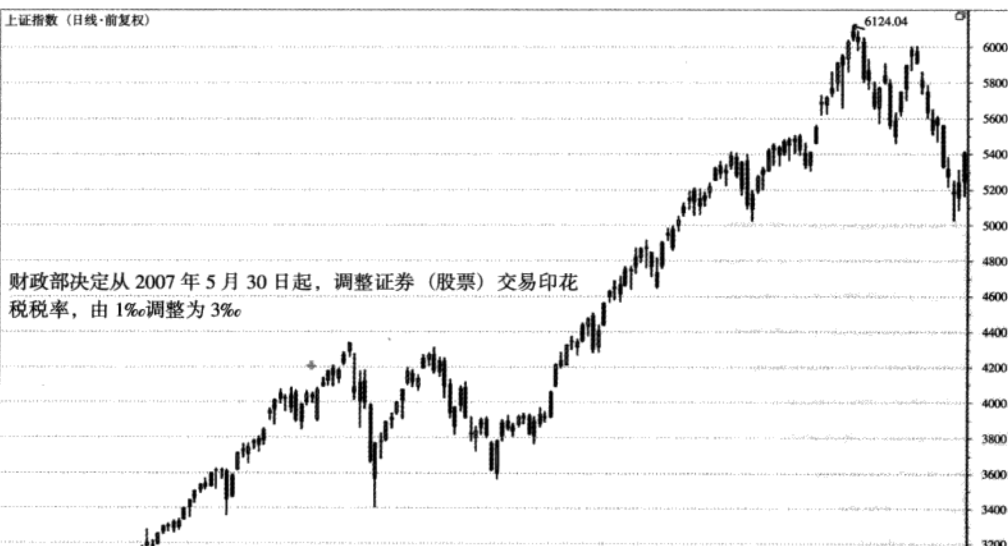


图 6-20 第八次调整证券交易印花税税率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九次印花税调整为 2008 年 4 月 24 日。从 2008 年 4 月 24 日起，调整证券（股票）交易印花税税率，由现行的 3‰调整为 1‰。即对买卖、继承、赠与所书立的 A 股、B 股股权转让数据，由立据双方当事人分别按 1‰的税率缴纳证券交易印花税。沪指开盘报 3539 点，较前一交易日收盘上涨 7.98%，盘中最高到 3593 点。据统计，沪市在开盘第一个交易小时内成交了 874.57 亿元，创出历史最高纪录，至收盘，沪市成交金额高达 1917.04 亿元，创当年新高。沪指在稍事反弹之后继续下跌（见图 6-21）。



图 6-21 第九次调整证券交易印花税税率

第十次印花税调整为 2008 年 9 月 19 日，对证券交易印花税政策进行调整，由现行的双边征收改为单边征收，税率保持 1‰。A 股全线涨停，沪指涨 9.46%，创历史第二。沪指开盘即大涨 9.06%，深成指开盘涨 8.35%。沪指收盘报 2075.09 点，涨幅 9.46%，创 1996 年涨跌停滞后第二大涨幅。深成指报 7154.00 点，涨 590.93 点，涨幅 9.00%（见图 6-22）。

第十一次调整证券交易印花税税率为 2011 年 2 月 28 日，调整证券交易印花税税率，由 1‰下调为 0.8‰，上证指数震荡上行，最高上涨到 3070 点附近（见图 6-23）。

为了大家更好地理解 IPO 和印花税等政策对指数大势的影响，我们有必要回顾一下历史，看看 A 股历史上最大的几次熊市以及牛市与 IPO 和印花税究竟有什么样的联系。牛市有八次，熊市有七次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



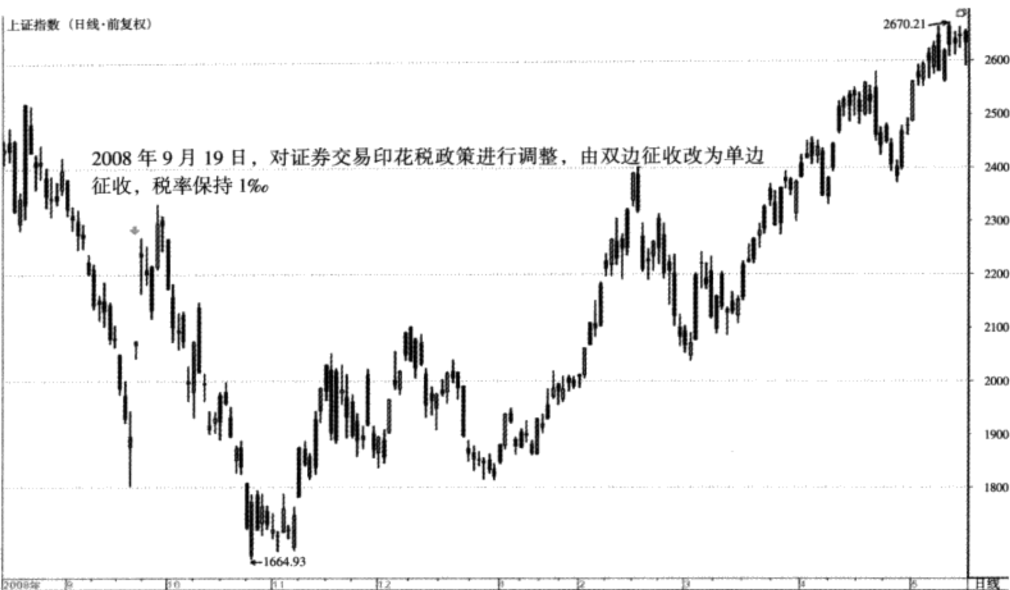


图 6-22　第十次调整证券交易印花税税率



图 6-23　第十一次调整证券交易印花税税率

第一次牛市中，上证指数从 95.79 点上涨到 1429.01 点，涨幅为 1391.8%（见图 6-24），深成指从 396.52 点上涨到 2918.09 点，涨幅为 635.9%（见图 6-25）。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所成立，一年内仅有 8 只股票，人称“老八股”。当时股票交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易前先手工填写委托单，被编到号的人才有资格拿到委托单，能买到股票等于中了头彩。因为没人愿意抛出，就使得沪指从 1990 年 12 月开始计点后一路上扬，造就了第一次牛市。1992 年 5 月 21 日，上证所取消涨停板，将牛市推至顶峰，当日指数狂飙到 1266.49 点，单日涨幅 105%，这一纪录至今未破。

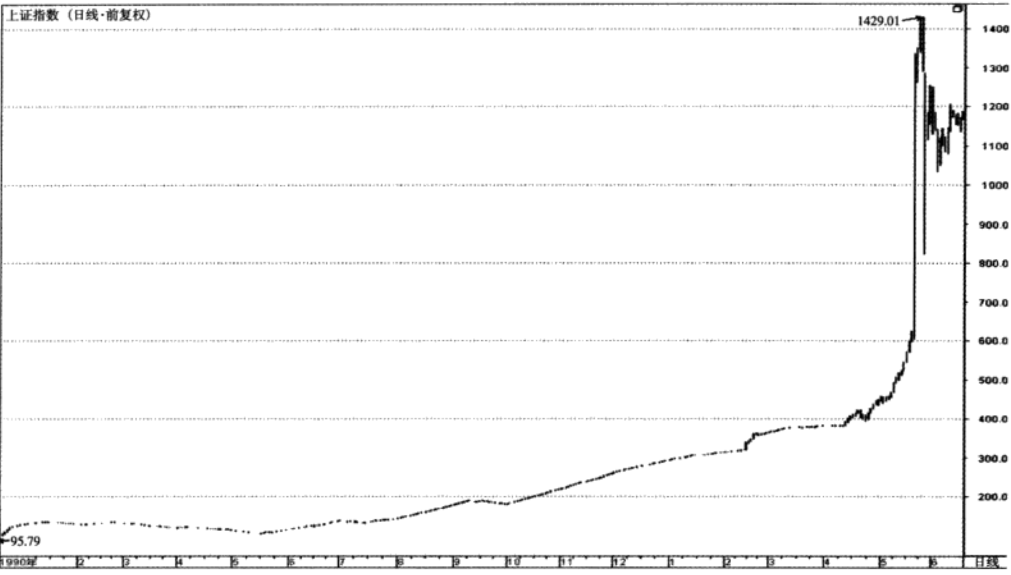


图 6-24　第一次牛市上证指数走势



图 6-25　第一次牛市深成指走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二次牛市中，上证指数从 386.85 点上涨到 1558.95 点，涨幅为 301%（见图 6–26），深成指从 1529.21 点上涨到 3422.22 点，涨幅为 123.8%（见图 6–27）。1992 年，中国的改革开放到了一个坎上，资本市场既有“5·21”的暴涨又有“8·10”暴动，但中国



图 6–26　第二次牛市上证指数走势



图 6–27　第二次牛市深成指走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济发生了一件大事，那就是邓小平南方谈话。邓小平的讲话中，有关股市未来怎么发展的问题成为一大热点，而他的讲话里最重要的是“坚决地试”这四个字。11 月 17 日，天宸股份人民币股票上市，沪指完成最后一跌，第二轮牛市启动。三个月内快速上涨，301%的涨幅至今为股民津津乐道。

第三次牛市中，上证指数从 325.89 点上涨到 1052.94 点，涨幅为 224.4%（见图 6-28），深成指从 944.02 点上涨到 2162.75 点，涨幅为 129.1%（见图 6-29）。1993~1994 年，我国宏观经济偏热并引发紧缩性宏观调控，同时 A 股实现了一次大规模的扩容，使得大盘一蹶不振地持续探底，证券市场一片萧条，1994 年 7 月 29 日大盘创下 325.89 的最低点。7 月 30 日（周六）相关部门出台三大利好救市，1994 年 8 月 1 日沪指跳空高开，第三次牛市启动。“井喷”行情随即展开，市场在不到 30 个交易日的时间内上涨至 1052.94 点。

第四次牛市中，上证指数从 524.43 点上涨到 926.41 点，涨幅为 76.6%（见图 6-30），深成指从 1018.54 点上涨到 1473.29 点，涨幅为 44.6%（见图 6-31）。1993~1995 年，我国为了推进与大力发展国债市场，开设了国债期货市场，立即吸引了几乎 90%的资金，股市则持续下跌。1995 年 2 月，“3·27”国债期货事件发生；5 月 17 日，中国证监会暂停国债期货交易，在期货市场上呼风唤雨的资金短线大规模杀入股票市场，掀起了一次短线暴涨。第四次牛市的最后 3 个交易日，股指从 582.89 点涨到 926.41 点，



图 6-28 第三次牛市上证指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这三天的涨幅高达 60.5%。



图 6-29 第三次牛市深成指走势



图 6-30 第四次牛市上证指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



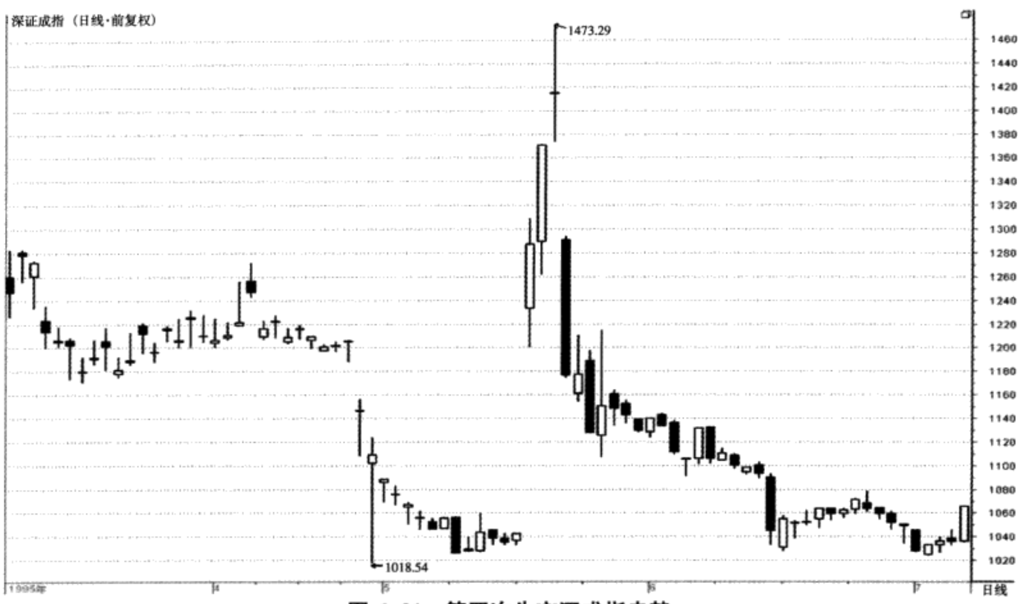


图 6-31 第四次牛市深成指走势

第五次牛市中，上证指数从 512.83 点上涨到 1510.17 点，涨幅为 194.5%（见图 6-32），深成指从 924.33 点上涨到 6103.62 点，涨幅为 560.3%（见图 6-33）。经过连续的下跌，1996 年 1 月股市终于开始走稳，最低点已经探明 512 点，新股再次发行困难，



图 6-32 第五次牛市上证指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



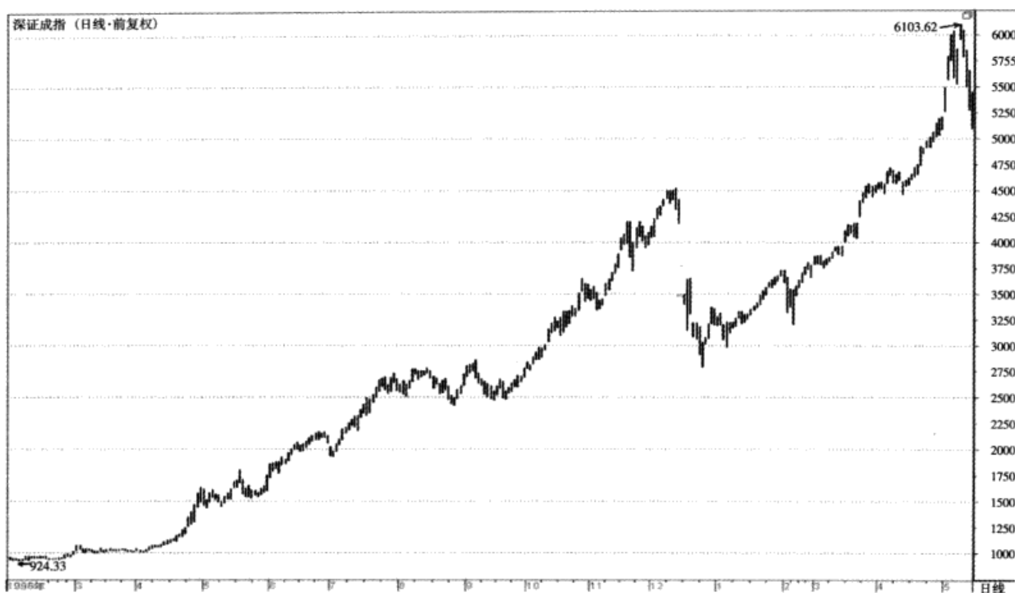


图 6-33　第五次牛市深成指走势

管理层被迫停发了新股，而政策也开始偏暖，券商资金面开始宽裕，各路资金也开始对优质股票进行井井有条的建仓。第五次牛市启动，崇尚绩优开始成为主流投资理念。火暴行情非同寻常，管理层连发“12 道金牌”亦未能阻止股指上扬，直到 1997 年 5 月 10 日（周六）印花税税率由 3‰上调至 5‰。

第六次牛市中，上证指数从 1047.83 点上涨到 2245.43 点，涨幅为 114.3%（见图 6-34），深成指从 2521.08 点上涨到 5091.45 点，涨幅为 102%（见图 6-35）。第六次牛市俗称“5·19”行情。由于管理层容许三类企业入市，到 1999 年 5 月，主力的筹码已经相当多了，市场对今后将推出的一系列利好抱有很高的期望，5 月 19 日《人民日报》发表社论，指出中国股市会有很大发展，投资者踊跃入市。2000 年 2 月 13 日，证监会决定试行向二级市场配售新股，资金空前增加，网络概念股的强劲喷发推动沪指创下 2245 的历史最高点。

第七次牛市中，上证指数从 998.23 点上涨到 6124.04 点，涨幅为 513.5%（见图 6-36），深成指从 2590.53 点上涨到 19600.03 点，涨幅为 656.6%（见图 6-37）。第七次牛市起点来自 2005 年 5 月股权分置改革启动展开，开放式基金大量发行，人民币升值预期，带来的境内资金流动性过剩，资金全面杀入市场。而之后随着基金的疯狂发行和市场乐观情绪，在 5 月 30 日调高印花税都没能改变市场的运行轨迹，一路冲高至 6124 点。此轮牛市曾被媒体称为全民炒股的时代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-34 第六次牛市上证指数走势



图 6-35 第六次牛市深成指走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-36　第七次牛市上证指数走势

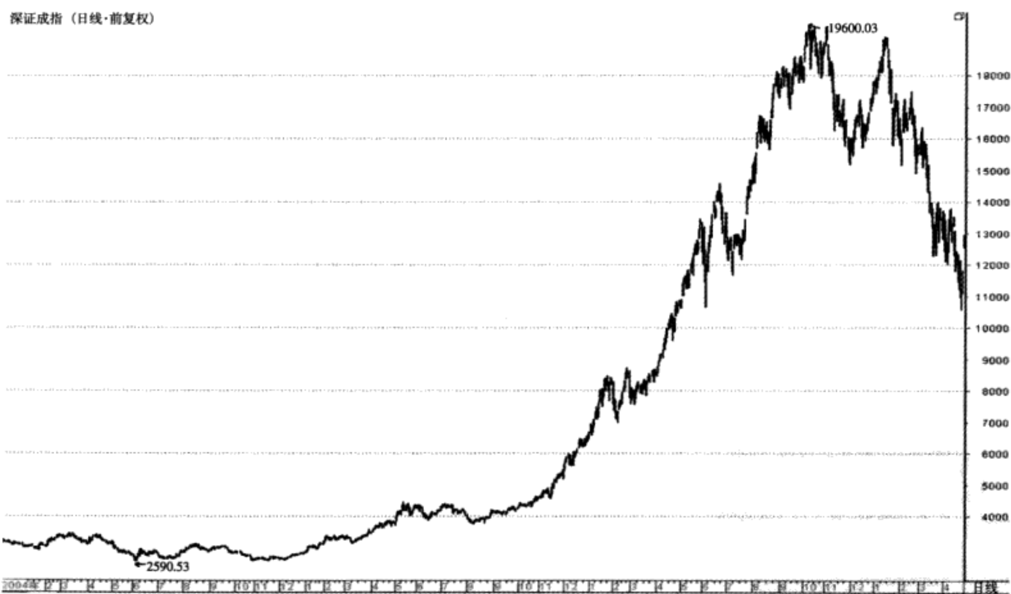


图 6-37　第七次牛市深成指走势

第八次牛市中，上证指数从 1664.93 点上涨到 3478.01 点，涨幅为 108.9%（见图 6-38），深成指从 5577.23 点上涨到 13943.44 点，涨幅为 150%（见图 6-39）。随着 4 万亿元投资政策和十大产业振兴规划，A 股市场掀起了新一轮大牛市，股价从 1664 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨至 3478 点，在不到 10 个月的时间里股价大涨 109%。3 月 3 日后的逼空上涨性质能与 2006 年和 2007 年的超级疯牛相媲美。即使 IPO 重启这样特大利空也未能改变牛市的前进。直到 2009 年 7 月 29 日第一只大盘股上市和紧缩的宏观政策才阶段性地结束了第八轮牛市。



图 6-38 第八次牛市上证指数走势



图 6-39 第八次牛市深成指走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接着我们介绍几次大熊市，第一次大熊市从 1992 年 5 月到 1992 年 11 月，上证指数从 1429.01 点跌至 386.85 点，历时 5 个月，最大跌幅 72%（见图 6-40）。1992 年 5 月 21 日，沪市突然全面放开股价，大盘直接跳空高开到 1260.32 点，较前一天涨幅高达 104.27%，上证指数当天从 616 点飙升至 1265 点，三天后冲高至 1420 点，股票价格一气冲天，其中，5 只新股市价面值狂飙 2500%~3000%，上证指数首度跨越千点。1992 年 6 月 12 日，股票交易印花税税率调高至 3‰，当天市场没反应，盘整一月后从 1100 多点跌到 300 多点。1992 年 8 月 10 日，深圳发售新股认购抽签表，发生震惊全国的“8·10 风波”，之后三天，上海股市受此影响暴跌 22.2%，上证指数跌去 400 余点，与 5 月 25 日的 1420 点相比净跌 640 点，两个半月内跌幅达到 45%。1992 年 11 月 17 日，上海联农股份有限公司（天宸股份：600620）人民币股票上市，当日沪指跌至 386.85 点，收盘 393.52 点，完成最后一跌。此后，股指一路上行，至 1993 年 2 月 16 日，收在 1558.95 点，涨幅 296.16%。



图 6-40 第一次熊市上证指数走势

第二次大熊市从 1993 年 2 月到 1994 年 7 月，上证指数从 1558.95 点跌至 325.89 点，历时 18 个月，最大跌幅达 79%（见图 6-41）。1993 年 2 月 16 日上海“老八股”宣布扩容，上证指数从 1558.95 点一直下泄到 1994 年 7 月 29 日的最低 325.89 点，跌幅达 79.10%。1994 年 7 月 29 日，《人民日报》刊登证监会和国务院有关部门稳定和发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展股票市场的措施（年内暂停新股发行上市；严控上市公司配股规模；采取措施扩大入市资金范围），昭示 1993 年上半年熊市后管理层的坚定信心，引起“8 月狂潮”，俗称“三大政策”，上证指数从当日收盘的 333.92 点涨至 1994 年 9 月 13 日的 1052.94 点，涨幅达 215.33%。



图 6-41 第二次熊市上证指数走势

第三次大熊市从 1994 年 9 月到 1995 年 2 月，上证指数从 1052.94 点跌至 524.43 点，最大跌幅达 50.1%（见图 6-42）。

第四次大熊市从 1995 年 5 月到 1996 年 1 月，上证指数从 926.41 点跌至 512.83 点，最大跌幅达 45%（见图 6-43）。1995 年 1 月 3 日实行 T+1 交易制度；1995 年 2 月 23 日，“3·27 国债期货事件”爆发，5 月 17 日国债期货市场关闭，5 月 18 日股市井喷，5 月 19 日“3·27”事件始作俑者管金生被捕。1996 年 1 月 22 日，上证指数最低至 514.16 点，民间认为宏观调控即将结束。1996 年 5 月 2 日央行首次降息，上证指数从 516.46 点涨至 1258.69 点，涨幅 143.71%。

第五次大熊市从 1997 年 5 月到 1997 年 9 月，上证指数从 1510.17 点跌至 1025.13 点，最大跌幅达 32%（见图 6-44）。1997 年 5 月 12 日，股票交易印花税税率从 3‰上调至 5‰，当天形成大牛市顶峰，此后股指下跌 500 点，跌幅达到 30%。1997 年 5 月 22 日，严禁三类企业（国有企业、国有控股公司与国有企业控股的上市公司）入市，股市开始进入长达两年的调整。1999 年 5 月 19 日，受美国股市网络股盛行影响，机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以《人民日报》社论为背景，展开了大幅单边逼空行情，上证指数从 5 月 18 日的 1059.87 点涨至 6 月 30 日的 1756.18 点，涨幅 65.70%，科技股初步实现井喷行情。



图 6–42 第三次熊市上证指数走势



图 6–43 第四次熊市上证指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6-44 第五次熊市上证指数走势

第六次大熊市从 1999 年 6 月到 2000 年 1 月，上证指数从 1756.18 点跌至 1341.05 点，历时 6 个月，最大跌幅达 22%（见图 6-45）。1999 年 5 月 24 日证券公司增资扩股正式启动，湘财证券增资到 10 亿元。1999 年 9 月 9 日，证监会发文允许国有企业、国



图 6-45 第六次熊市上证指数走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有资产控股企业、上市公司进入二级市场进行流通股票投资；12 月 29 日上证股指探底 1341 点，次年反弹行情再度启动，2000 年 2 月深市诞生亿安科技等百元股神话。

第七次大熊市从 2001 年 6 月到 2005 年 6 月，上证指数从 2245.43 点跌至 998.23 点，历时 48 个月，最大跌幅达 55%（见图 6–46）。2001 年 6 月 14 日，国有股减持办法出台，26 日国有股减持公司浮出水面，上证指数从 14 日的最高 2245.43 点下跌至 2002 年 1 月 22 日的 1348.79 点，跌幅 39.93%。2001 年 12 月 4 日，退市制度正式推出。2003 年 4 月，"非典"流行。2004 年 1 月，南方证券因违规经营，成为 2004 年首个被接管的券商，其后有 6 家问题券商先后被托管，证券公司面临前所未有的诚信危机。2004 年 2 月 2 日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条）出台。2005 年 4 月 29 日，经过国务院批准，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作；6 月 6 日，沪指见底 998.23 点。自 2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考"一篮子"货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富有弹性的汇率机制。人民币升值拉开序幕。



图 6–46 第七次熊市上证指数走势

第八次大熊市从 2007 年 10 月到 2008 年 10 月，上证指数从 6124.04 点跌至 1664.93 点，历时 11 个月，最大跌幅 73%（见图 6–47）。2007 年 10 月 9 日，国庆节长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假过后第二天，中国神华上市，其董事长声称 69.30 元的收盘价市场定位偏低，导致“601 板块”全线飙升，中国神华连续三天涨停，市场演绎“中国神话”,“蓝筹泡沫”大肆膨胀，上证指数 10 月 16 日见顶 6124.04 点。2007 年 10 月 26 日中国石油网上发行，冻结资金 3.3 万亿元，募集资金达 668 亿元，创历史单只新股发行募集资金的最高纪录，红筹股集中回归拉开序幕；2007 年 11 月 5 日，中国石油登陆上交所，当天上证指数跌 2.48%，市场面临估值危机。2007 年 11 月 28 日，美国楼市指标全面恶化，次贷危机开始波及全球。2007 年 12 月 3~5 日，中央经济工作会议在北京召开，这次会议首次将我国持续十年的货币政策基调从“稳健”调整为“从紧”，并将 2008 年宏观调控的首要任务定为防止经济增长过热和防止明显通货膨胀，股市拉开调整序幕。2008 年 1 月，新春来临之际，中国南方大部分地区发生雪灾。2008 年 1 月 21 日，中国平安发布巨额增发再融资计划，当天上证指数大跌 5.14%，次日暴跌 7.22%，跌破 5000 点整数关。2008 年 2 月 21 日，浦发银行发布公告证实巨额增发再融资传闻，上证指数连续下跌五天逼近 4000 点整数关。2008 年 3 月 5 日，中国平安再融资 1200 亿元现场表决通过，上证指数持续走低。2008 年 4 月 20 日，中国证监会发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规范“大小非”限售解禁股减持，市场恐慌加剧，上证指数跌破 3000 点整数关。2008 年 4 月 24 日，股票交易印花税税率从 3‰调整为 1‰，沪深股市当天爆发“4·24 井喷行情”，两地股指分别大涨 9%以上，出现千股涨停美景。2008 年 5 月 12 日 14 时 28 分，四川汶川发生里氏 8.0 级大地震，其间有公募基金砸盘出货导致上证指数 5 月 20 日暴跌 4.48%，虽然受到了证监会的点名批评，但无形中加剧了市场恐慌情绪和大小非减持步伐。2008 年 6 月 5 日，证监会发审委审议通过了中国建筑 120 亿股 IPO 申请，上证指数再次跌破 3000 点，走出历史上罕见的“十连阴”。2008 年 8 月 8 日，百年一遇的北京奥运会开幕，受中国南车等新股扩容影响，上证指数当天大跌 4.47%，次日暴跌 5.21%，跌破政策维稳构筑的七月箱体。2008 年 9 月 15 日，美国第四大投资银行的雷曼兄弟公司递交破产保护申请，工行、中行、建行、交行、招行、中信、兴业 7 家上市银行受牵连，上证指数跌破 2000 点，最低见 1802.33 点。2008 年 9 月 18 日，经国务院批准，财政部宣布股票交易印花税改为单边征收，税率仍然为 1‰；中央汇金公司宣布将增持工行、中行、建行股票；国资委主任李荣融表示支持央企回购上市公司股票。受此三大实质性救市利好刺激，次日沪深两地市场 A 股、B 股、权证、基金全线涨停，开盘后一小时两地股指处于准涨停状态，周一两地再度放量大涨。但此后上证指数继续下跌，直到 4 万亿元刺激措施和宽松的货币政策被“祭出”，股指从 1664 点开始回升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 6-47 第八次熊市上证指数走势

通过对十八年来中国股市大起大落进行梳理，我们可以看到，**多数情况下股市持续性下跌跟二级市场扩容密切相关，**其实就是供给持续大幅增加会导致股指持续性下跌。具体而言，比如 1992 年的天辰股份上市，1993 年的“老八股”扩容，1999 年的湘财证券增资扩股，2001 年的国有股减持，2007 年的中石油等红筹股回归，2008 年的巨额再融资以及 IPO 等，都成为股指大跌或者继续下挫的主要因素。熟读这些历史让我们得出一个概率性的总结：**当二级市场扩容加速的时候，距离股指见顶已经近在眼前。**反过来，**当二级市场扩容行为导致市场泡沫急遽减少、整体估值水平大幅降低的时候，距离大盘见底也就不远了。**

相比之下，**调高印花税对抑制股市狂热效果直接，持续性差，还不足以成为构成股市趋势性下跌的主要因素。**虽然第一次大熊市和第四次大熊市都和调高印花税密切相关，但是真正促成这两次深幅下挫的是 1992 年的“8·10 风波”和 1997 年的“严禁三类企业入市”。2007 年 5 月 30 日股票交易印花税税率突然从 1‰调高至 3‰，导致股市骤然降温，上证指数的最大跌幅为 21.49%，不过，此后出现 80%的涨幅毫无疑问地表明了印花税调整的影响力有限，不足以成为压垮股市的“最后一根稻草”。然而，作为政策调控的一个信号，印花税调高往往意味着会有更严厉的抑制股市狂热的措施出台（权证发售、严禁三类企业入市、“601 板块”加速扩容），所以**印花税调整应该更多地作为解读监管层政策意图，而不是影响能力的工具。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从七次大熊市后止跌回升的政策面因素来看，除第三次、第四次、第六次大熊市之后止跌回升分别和央行降息放松货币政策、《人民日报》社论、股权分置改革、人民币升值相关之外，其余三次止跌后大涨则都和产业资本入市休戚相关：1994 年“三大政策”中的“采取措施扩大入市资金范围”；1999 年的允许国有企业、国有资产控股企业、上市公司进入二级市场投资股票；2008 年的国资委支持央企回购上市公司股票。从三次大跌后“产业资本入市”引爆的行情规模分析，1994 年点燃“8 月狂潮”，上证指数从 333.92 点涨至 1052.94 点，涨幅为 215.33%；1999 年续写“科技股神话”，上证指数从 1341.05 点涨至 2245.43 点，涨幅为 67.44%；2008 年引爆“增持潮”，演绎史无前例的 A 股、B 股、权证、基金全线涨停美景，上证指数从 1664.93 点涨至 3478.01 点。

讲到最后，如何发现监管层的意图呢？如何确定市场最大玩家的动向呢？比较好的途径就是以《中国证券报》为首的几大证券媒体，这三家媒体的信息综合起来可以告诉我们监管层的一些意图，比如希望股市回升还是希望股市去泡沫化等。当然，这些媒体直接表达的意愿可能并非真实意愿，你还需要通过表面的言辞看到背后的真实目的，这就是高手的标志，**读懂这个市场上最大博弈者的真实意图才算是高手。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国家队法则：社保和中金的动向

股市的上涨需要由大量的需求作为推动，而股票市场最大的需求方显然来自于机构投资者。

——威廉·欧奈尔

社保基金是股市中的“超级风向标”，一定要特别重视……我的观点是当社保基金退出的时候就是市场的顶部了。6124点的时候，社保基金在悄然撤退，很多人看好8000点、10000点，他们忽视了市场的信号，使得很多有名的投资人以及股市英雄全军覆没。而在1664点后，社保基金又重新进入……以其身份的特殊性和政策动向的把握能力来看，把它作为一个信号并不为过。

——李大霄

在社保基金进入股市后……往往都有剧烈的洗盘催生低点的出现。对于趋势研究者而言，最重要的不在这一点，而在于决定这种结果的因素是否发生了改变。社保基金是最不能亏损的资金，它必须得到一个低价建仓的机会，而这个低点是割出来的。

——时寒冰

交易的本质是利用对手盘，而A股市场中最重要的对手盘之一可能就是“国家队”。“国家队”在资金和信息上占据最大的优势，而**我们作为短线交易参与者必须发挥柔道精神，顺应这些大型选手的力量，而不是与之对抗。**这个市场上的参与者很多，散户群和公募基金往往是被鱼肉的对象，他们往往是市场的逆向指标，所谓的“反常者赢”，这个“常”就是指他们。市场无情，我们可以在社会中同情和关怀弱者，但是金融市场上我们不能螳臂当车，因此站在“常”者对面才是明智之举。“国家队”是最重要的“参赛选手”之一，因为他们往往对政策心领神会，而且资金性质偏于长期，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此从众压力也很小。“国家队”具有信息优势，因为他们善于解读政策，我们要明白的一点是中国股市的政治属性很强，经济属性也很强，**股市从来都是为经济改革和发展服务的，**其最初的诞生就是为了控制 20 世纪 80 年代末的恶性通胀，将当时超发的货币引入证券市场这个泄洪湖。指数的涨跌与政策意图有密切的关系，这个政策并不是具体的喊话和局部措施，而是大政方针。如果股票交易者不能正确地解读政策方针的意图以及由此导致的股市资金流动，那么就不能正确地把握大势。**股票市场的大势往往为汇金和社保养老基金所把握，它们的密集建仓期股市接近底部，它们的密集减仓期股市接近顶部。**

所谓的 A 股市场“国家队”具体包括了“汇金”、社保基金和保险基金三个组成部分，我们下面分别介绍这三个“队员”及其在 A 股市场上的影响力和风向标意义。

一直提到“汇金”，那么“汇金”的全称是什么呢？中央汇金投资有限责任公司简称汇金公司，应该算得上是中国目前最大的金融投资公司，2003 年 12 月 16 日注册成立，注册资金 3724.65 亿元人民币，性质为国有独资，办公地点位于北京市东城区新保利大厦 16 层。根据国务院授权，汇金公司的主要职能是对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限**代表国家**依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值。直接控股参股金融机构包括六家商业银行、四家证券公司、两家保险公司和四家其他机构（见表 7-1）。汇金公司不开展其他任何商业性经营活动，不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动。2007 年 9 月 29 日中国投资有限责任公司成立后，汇金变为后者的全资子公司。

银河证券北京月坛营业部正是大名鼎鼎的中央汇金公司的交易席位，每到大盘技术走势破位的关键时刻买入护盘，对市场起着稳定军心的作用。当然，有时候汇金为了帮助自己控股的上市公司打掩护，也会采用虚晃一枪的做法。

汇金既然代表国家，那么它就具有一般基金无法比拟的优势，汇金进入市场往往是某种信号，能够正确解读信号的含义就能够很好地解读大盘指数的未来趋势。我们以汇金三次入市行动为例向大家演示如何解读其意图，如何利用结论去预判未来市场的发展。

汇金第一次入市时间为 2008 年 9 月 19 日（见图 7-1）。9 月 18 日晚，国家宣布三大救市政策：第一，财政部宣布印花税改为单边征收；第二，汇金公司为稳定股价拟在二级市场买入工商银行、中国银行、建设银行 3 家公司股票，从 9 月 19 日起，并将在未来 12 个月内进行相关市场操作；第三，国资委表示鼓励央企增持和回购上市公司股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 7-1 汇金持股情况

序号	企业名称	经济性质或类型	法定代表人	注册地	主营业务	股本（亿股）/注册资本（亿元）	汇金公司持股/出资情况			通讯地址	邮政编码
							投资时间	持股数（亿股）/出资额（亿元）	持股/出资比例（%）		
1	国家开发银行股份有限公司	股份有限公司	陈元	北京	商业银行业务	3000.00	2007-12-31	1460.92	48.70	中国北京市西城区阜成门外大街 29 号	100037
2	中国工商银行股份有限公司	股份有限公司	姜建清	北京	商业银行业务	3490.19	2005-04-22	1236.41	35.43	中国北京市复兴门内大街 55 号	100032
3	中国农业银行股份有限公司	股份有限公司	项俊波	北京	商业银行业务	3247.94	2008-10-29	1300.00	40.03	中国北京市东城区建国门内大街 69 号	100005
4	中国银行股份有限公司	股份有限公司	肖钢	北京	商业银行业务	2791.47	2003-12-30	1885.53	67.55	中国北京市复兴门内大街 1 号	100818
5	中国建设银行股份有限公司	股份有限公司	郭树清	北京	商业银行业务	2500.11	2003-12-30	1427.45	57.10	中国北京市西城区金融大街 25 号	100032
6	中国光大银行股份有限公司	股份有限公司	唐双宁	北京	商业银行业务	404.35	2007-11-30	195.58	48.37	中国北京市西城区复兴门外大街 6 号	100045
7	中国再保险（集团）股份有限公司	股份有限公司	李培育	北京	再保险业务	364.08	2007-04-11	309.13	84.91	中国北京市西城区金融大街 11 号	100140
8	新华人寿保险股份有限公司	股份有限公司	康典	北京	人寿保险业务	12.00	2009-11-19	4.66	38.82	中国北京市延庆县湖南东路 1 号	102100
9	中国建银投资有限责任公司	国有独资公司	杨庆蔚	北京	投资业务	206.92	2004-09-09	206.92	100.00	中国北京市西城区闹市口大街 1 号院	100031
10	中国银河金融控股有限责任公司	有限责任公司	陈有安	北京	金融投资业务	70.00	2005-07-14	55.00	78.57	中国北京市金融大街 35 号	100032
11	申银万国证券股份有限公司	股份有限公司	丁国荣	上海	证券业务	67.16	2005-09-21	25.00	37.23	中国上海市常熟路 171 号	200031
12	中国国际金融有限公司	有限责任公司	李剑阁	北京	证券业务	1.25	1995-07-31	0.54	43.35	中国北京市建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 27 层及 28 层	100004

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

序号	企业名称	经济性质或类型	法定代表人	注册地	主营业务	股本（亿股）/注册资本（亿元）	汇金公司持股/出资情况			通讯地址	邮政编码
							投资时间	持股数（亿股）/出资额（亿元）	持股/出资比例（%）		
13	国泰君安证券股份有限公司	股份有限公司	祝幼一	上海	证券业务	47.00	2005-10-14	10.00	21.28	中国上海市浦东银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	200120
14	中信建投证券有限责任公司	有限责任公司	张佑君	北京	证券业务	27.00	2005-11-02	10.80	40.00	中国北京市东城区朝内大街 188 号	100010
15	中国光大实业（集团）有限责任公司	国有独资公司	臧秋涛	北京	投资业务	44.00	2010-05-07	44.00	100.00	中国北京市西城区复兴门外大街 6 号光大大厦 25 层	100045
16	建投中信资产管理有限责任公司	有限责任公司	封竞	北京	资产管理	19.00	2009-08-31	13.30	70.00	中国北京市东城区朝内大街 188 号鸿安国际大厦 5 层	100010

注：中国国际金融有限公司的注册资本和出资额单位为“亿美元”。
资料来源：中央汇金公司网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



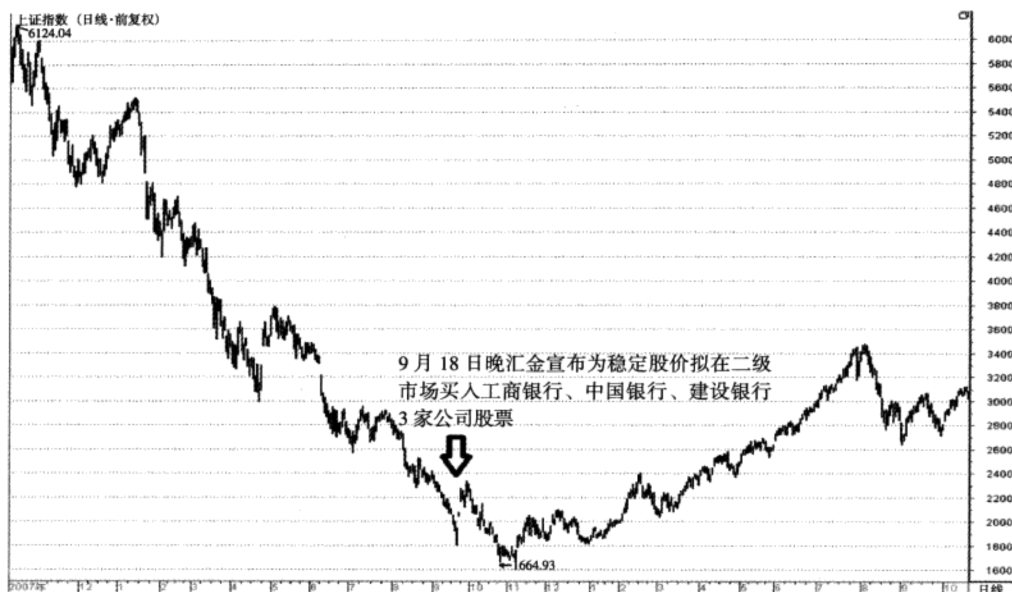


图 7-1 汇金第一次入市

2008 年 9 月 23 日汇金买入工商银行、中国银行、建设银行均为 200 万股，一度被市场人士认为是象征性增持。2008 年第四季度，汇金大举买入工商银行 2.55 亿股、中国银行 7460 万股、建设银行 1.15 亿股。2009 年第一季度，汇金继续增持工商银行 0.24 亿股、中国银行 500 万股、建设银行 1099 万股。2009 年第二季度，汇金公司就已中止了增持计划。2009 年 9 月 27 日和 28 日，三大行相继发布公告汇报汇金增持情况。从 2008 年 9 月 23 日到 2009 年 9 月 22 日，汇金公司在二级市场共增持工商银行 2.81 亿股，约占其总股本的 0.08%；增持中国银行 8160.7 万股，约占其总股本的 0.03%；增持建设银行 1.29 亿股，约占已发行总股份的 0.06%。三大行不约而同公告，“截至 2009 年 9 月 22 日，汇金公司本次增持计划已实施完毕”。

而汇金分布增持公告前一天，即 2008 年 9 月 18 日，大盘位置和三大银行股价是什么样的呢？当时，上海综指最低探到 1802.33 点，收市 1895.84 点，最大跌幅达 70.57%，相应的深圳成指最低探到 6290.01 点，收市 6563.07 点，最大跌幅达 67.91%。工商银行开盘价是 3.26 元，收盘价是 3.44 元；中国银行开盘价是 2.88 元，收盘价是 3.05 元；建设银行开盘价是 3.65 元，收盘价是 3.81 元。在汇金入市利好的刺激下，证券市场井喷，9 月 19 日、22 日，三大银行也无一例外迎来两个一字涨停，价格分别是 4.16 元、3.70 元、4.61 元。而且最高分别冲到 4.43 元（10 月 14 日）、3.89 元（9 月 23 日）、4.89 元（9 月 25 日）。汇金宣布入市后的第三个交易日，即 2008 年 9 月 23 日，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇金买入工商银行、中国银行、建设银行均为 200 万股，一度被市场人士认为是象征性增持。为此大盘短线躁动后继续探底，直到 10 月 28 日的上海最低点 1664.93 点（同日深圳最低 5577.23 点），由于三大银行并未创新低，大盘才最终企稳，引发长达一年之久的大 B 浪反弹。

汇金第二次入市时间为 2009 年 10 月 9 日（见图 7–2）。2009 年 10 月 11 日，三大行分别公告，10 月 9 日收到股东汇金通知，汇金公司于近日通过上交所交易系统买入方式增持三大行 A 股股份分别为 3007 万股、513 万股和 1614 万股。三大行同时还公告称，汇金公司拟在未来 12 个月内（自本次增持之日起算）以自身名义继续在二级市场增持公司股份。三大行发布"汇金第二次入市公告"时，恰遇大盘技术走势已破位下行，这让市场人士更加忐忑不安，三大行股价在国庆节前三天即应声回落。汇金公司"第二次买入三大行股份"战役在国庆节休市后的第一个交易日正式打响。



图 7–2　汇金第二次入市

第二次汇金入市公告发布之前，市场走势如何呢？2009 年 9 月 29 日，上海最低 2712.30 点，深圳最低 10883 点，形成重要的政策底。2009 年 9 月 29 日，工商银行最低 4.67 元、中国银行最低 3.76 元、建设银行最低 5.47 元。2009 年 9 月 30 日，上海收 2779.43 点，深圳收 11206.85 点。2009 年 9 月 30 日，三大行收市价：工商银行 4.77 元、中国银行 3.90 元、建设银行 5.58 元。2009 年 10 月 9 日，工商银行开盘价是 4.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元，收盘价是 4.94 元；中国银行开盘价是 3.94 元，收盘价是 4.00 元；建设银行开盘价是 5.69 元，收盘价是 5.80 元。

汇金第三次入市时间为 2011 年 10 月 10 日（见图 7-3）。新华社称中央汇金公司自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作。并称汇金公司拟在未来 12 个月内（自本次增持之日起算）以自身名义继续在二级市场增持公司股份。当日，汇金增持工商银行 A 股股份 1458.40 万股，这次增持后，汇金公司持有工商银行 A 股股份 1236.55 亿股，约占总股本的 35.43%。汇金增持中国银行 A 股股份 350.96 万股，这次增持后汇金公司持有中国银行 A 股股份 1885.56 亿股，约占公司总股本的 67.55%。汇金增持建设银行 A 股股份 738.43 万股，这次增持后汇金公司持有建设银行 A 股股份 1427.52 亿股，约占总股本的 57.09%。汇金增持农业银行 A 股股份 3906.83 万股，这次增持后汇金公司持有农业银行 A 股股份 1300.39 亿股，约占总股本的 40.037%。



图 7-3 汇金第三次入市

2011 年 10 月 10 日，上海综指最低探到 2338.69 点，收盘 2344.79 点，相应的深圳成指最低探到 10158.41 点，收盘 10170.45 点。工商银行收盘 3.99 元，中国银行收盘 2.87 元，建设银行收盘 4.41 元，农业银行收盘 2.47 元。

从上述三次汇金入市可以看出，第一次入市是真刀实枪的介入，真正意图是救市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二次入市更多的是象征意义，真实意图是为 IPO 保驾护航，为创业板壮大队伍保驾护航。第三次入市则有虚晃一枪的意味，完全是为 IPO 保驾护航。

汇金入市一般有政策底的意味，在下一课我们将谈到“三底序列”，其中就会详细谈到“估值底、政策底和市场底”的关系。汇金入市如果代表政策底的话，那么政策底与市场底究竟有什么样的关系呢？就历史经验而言，政策底先于市场底。比如汇金第一次入市意味着政策底，相应的上证指数为 1900 点，深成指为 6500 点，而市场底低于政策底，上证指数为 1664.93 点，深成指为 5577.23 点（见图 7-4 和图 7-5）。汇金第二次入市意味着上证指数相应的政策底为 2700 点，深成指政策底为 10000 点，而此后上证指数的市场底为 2319.74 点，深成指相应的市场底为 8945.20 点（见图 7-6 和图 7-7）。

汇金是“国家队”的首席队员，仅居次席的则是“社保基金”。在股市疯狂的 2007 年，社保基金已实现收益 1129.20 亿元，已实现收益率高达 38.93%，而在股市萧条的 2008 年，基金权益投资收益仅亏损 393.72 亿元，投资收益率为-6.79%，但相对于同时期跌幅超 65%的上证指数，也可谓鹤立鸡群。而社保基金在股市强劲反弹的 2009 年以及跌宕起伏的 2010 年也表现不俗，社保基金权益投资分别实现 850.49 亿元和 321.22 亿元，投资收益率分别为 16.12%和 4.23%。



图 7-4　第一次汇金入市时的上证政策底和市场底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 7-5 第一次汇金入市时的深成指政策底和市场底



图 7-6 第二次汇金入市时的上证政策底和市场底

社保基金全称为全国社会保障基金，是指全国社会保障基金理事会负责管理的由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的社会保障基金。社保基金是不向个人投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 7-7 第二次汇金入市时的深成指政策底和市场底

资者开放的，社保基金是国家把企事业职工交的养老保险费中的一部分资金交给专业的机构管理，实现保值增值。

社保基金的投资范围包括银行存款、国债、证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券，其中银行存款和国债的投资比例不低于 50%，企业债、金融债不高于 10%，证券投资基金 、股票投资的比例不高于 40%。全国社保基金理事会直接运作的社保基金的投资范围仅限于银行存款、在一级市场购买国债，其他投资需委托社保基金投资管理人管理和运作并委托社保基金托管人托管。单个投资管理人管理的社保基金资产投资于一家企业所发行的证券或单只证券投资基金，不得超过该企业所发行证券或该基金份额的 5%；按成本计算，不得超过其管理的社保基金资产总值的 10%。委托单个社保基金投资管理人进行管理的资产，不得超过年度社保基金委托资产总值的 20%。社保基金投资运作的基本原则是：在保证基金资产安全性、流动性的前提下，实现基金资产的增值。

大概明白了社保基金是怎么回事，下面让我们逐一细数社保基金的成长历史以及在 A 股市场上“先知先觉”的表现。

2000 年 8 月 1 日，经中共中央批准，国务院决定建立全国社保基金，同时设立全国社保基金理事会。全国社保基金理事会为国务院直属正部级事业单位，受国务院委托，管理运营全国社保基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2000 年 9 月，全国社会保障基金理事会成立。

2001 年 7 月，全国社保基金首次“试水”股市。

2001 年 12 月 13 日，经国务院批准，财政部、劳动和社会保障部颁布《全国社会保障基金投资管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）。《暂行办法》明确了社保基金投资的基本原则、投资范围、投资比例、投资方式等，建立了社保基金的监督、报告和财务制度。同月，全国社会保障基金理事会第一届理事大会第一次会议召开。

2002 年 1 月，荷银集团介入中国社保基金管理研究。

2002 年 3 月，全国社会保障基金理事会与美国信安金融保险集团在京签署培训合作备忘录。

2002 年 6 月 27 日，在由中国政策科学研究会和瑞士信贷第一波士顿共同主办的“社保基金与资本市场研讨会”上，与会专家表示，社保基金入市是必然选择。

2002 年底，南方、博时、华夏、鹏华、长盛、嘉实 6 家基金公司成为首批社保基金管理人，中国银行、交通银行为基金托管人。

2003 年 2 月 10 日，原证监会副主席高西庆出任社保理事会副理事长，分管投资。3 月 28 日，国务院正式任命项怀诚为全国社保基金理事会新任理事长。

2003 年 4 月 14 日，履新不久的中国证监会主席尚福林与项怀诚在社保基金理事会见面。

2003 年 6 月 2 日，成立刚刚 3 年的全国社保基金理事会与南方、博时、华夏、鹏华、长盛、嘉实 6 家基金管理公司签订相关授权委托协议，全国社保基金将正式进入证券市场，拉开了社保基金投身中国股市的序幕。进入之初，钢铁、石化等行业的绩优大盘蓝筹股成为社保基金首要投资目标。这一年，全国社保基金实现收益 34.07 亿元，同比增长 13.07 亿元，整体收益率超过同期国债的平均收益率，圆满完成全年投资计划。

在 2004~2008 年的 5 年间，A 股市场牛熊大转换，各路市场参与者备受磨难。社保基金一次次成功加仓，又神奇逃顶，让人们见识了这个“不平凡投资者”的深厚内功，社保基金也因此被誉为股市“国家队”和“A 股风向标”。

2004 年 6 月，全国社保基金成功投资交通银行 100 亿元，全国社保基金踏上直接股权投资的征程。

2004 年 7 月到 2005 年 6 月，上证指数由 1340.75 点跌至 998 点，下跌约 20%，但社保基金持股量却从 4.32 亿股增加到 26.14 亿股，增仓规模约为 5 倍，所选行业也开始多元化，机械制造、电力、银行、地产纷纷纳入囊中（见图 7–8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 7-8 社保基金抄底 998 点

2005 年 7 月至 2006 年 6 月，上证指数从 1077.31 点上升至 1641.30 点，涨幅达 50%，而社保基金则从 2006 年第三季度开始减仓（见图 7-9）。

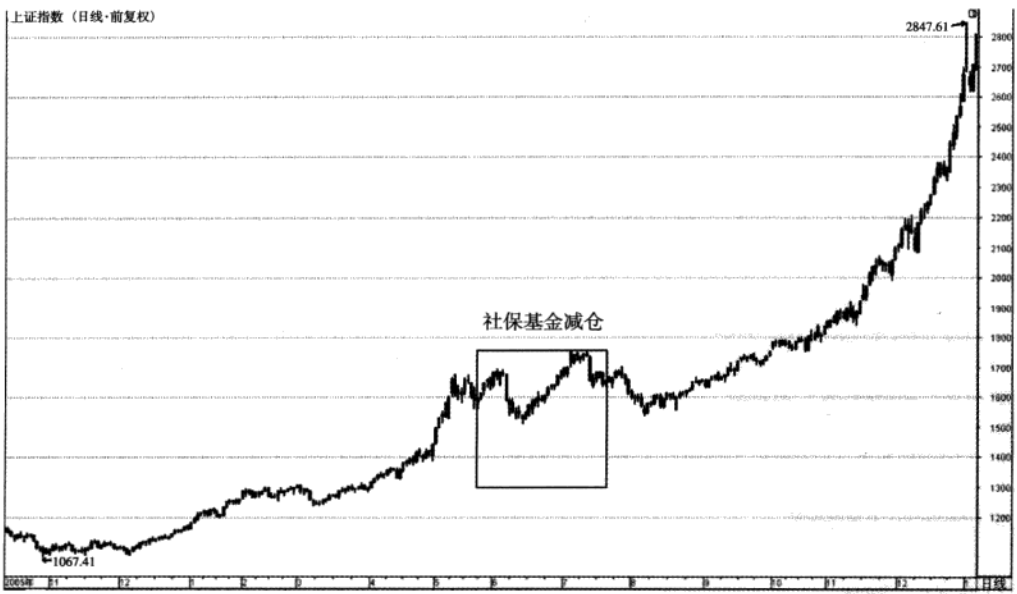


图 7-9 社保基金 2006 年阶段性高点减仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2006 年 3 月，财政部、劳动和社会保障部、中国人民银行联合颁布了《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》，全国社保基金海外投资正式启动。

2006 年 12 月，全国社保基金理事会正式开展个人账户中央补助资金投资运营管理。截至 2009 年 12 月 31 日，全国社保基金理事会共受托管理 9 个省、区、市的个人账户资金，资金权益 439.53 亿元，年均收益率达 18.9%。

2007 年，A 股市场迎来了一轮史无前例的牛市，前三个季度上证指数呈单边上扬走势，从年初的 2675 点一路飙涨至 5552 点，三个季度涨幅分别为 18.99%、20.12%和 45.34%，沪指一路冲至 6124.04 点。当疯狂的中国股市攀上 6000 点而继续奢望 10000 点时，全国社保基金则逐步减仓（见图 7–10）。

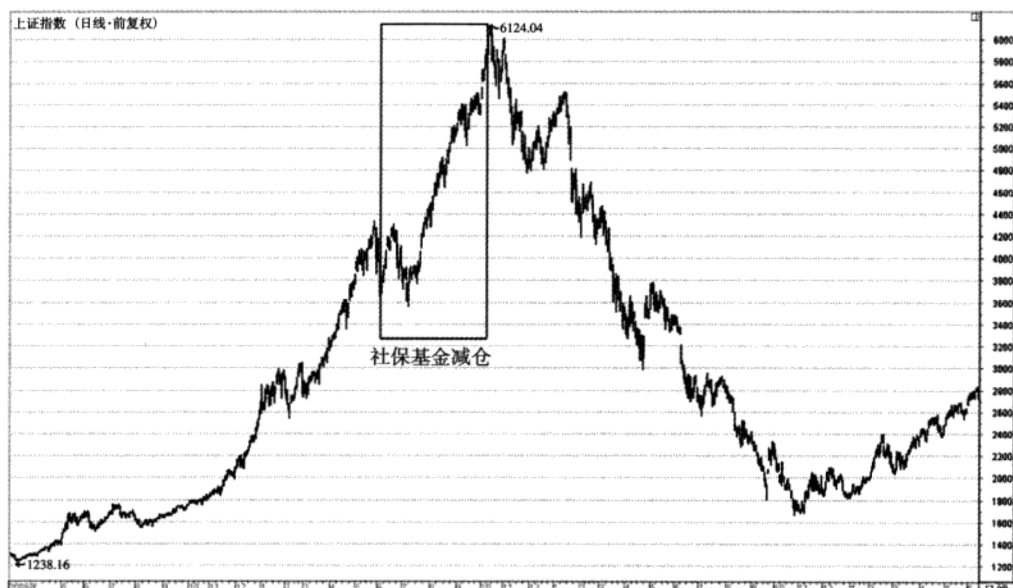


图 7–10 社保基金逃顶 6124 点

2007 年第一季度，社保基金重仓持有的股票数为 203 只，持仓市值为 291.18 亿元。2007 年 4 月，社保基金理事会副理事长高西庆在出席摩根大通投资年会上表示社保基金正在卖出股票，以减少在这个快速上涨市场的投资。社保基金的持仓变化从另外一个角度印证了其高明之处。从上市公司前十大流通股东看，2007 年前两个季度全国社保基金持股市值也是水涨船高，而在快速上涨的第三季度社保基金已隐现撤资迹象。第二季度末，社保基金重仓股数虽然降至 172 只，但其持仓市值却有增无减，金额达到 330.47 亿元。截至第三季度末，社保基金持有的重仓股数大幅降至 137 只，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值也较第二季度末减少 36.19 亿元。

2007 年 10 月上证指数悄然筑顶 6124 点，并在当年第四季度一度下探至 4778 点，跌幅 21.98%，而年末反弹至 5261 点，上涨幅度为 10.11%。2007 年第四季度，大盘上演“冲高—回落—反弹”的走势。

2007 年第四季度社保基金的重仓持股市值数据较第三季度进一步缩水，仅为 181.78 亿元。社保基金大肆斩仓出货，锁定了其年内收益。2007 年社保基金实现收益 1129.20 亿元，收益率为 38.93%，经营业绩为 1453 亿元，经营收益率为 43.2%。在 2007 年第四季度的大逃顶中，对机械设备制造业和交通运输业大幅减持，其中对传统重仓的机械制造业社保抛售最多。同年第四季度，其股票占资产的比重已由 2007 年的 40%左右下降至 16%。

而进入 2008 年后，股市呈单边下泻之势，社保基金在 2008 年第一季度继续抛售股票，成为其精准抄 1664 点大底的前奏。

2008 年，社保基金继续减持，至 2008 年第一季度末，社保基金持股数从 26.14 亿股减少到 7.78 亿股。

2008 年 4 月，财政部、人保部批复同意全国社保基金投资股权基金，全国社保基金成为股权基金市场上的“国家队”。

2008 年 4 月 24 日，A 股市场因调低印花税而迎来了一路下泻过程中的“井喷”行情，截至 5 月 6 日，反弹至 3786 点，反弹幅度达 26.62%。而在 5 月，全国社保基金投资部则是“看空”定调，表示“2007 年，由于股票市场大幅上涨，社保基金股票投资比例在进入目标比例区间后一度超过目标比例，较大偏离了资产配置的比例区间，使社保基金整体风险超出资产配置计划要求的风险承受水平，需要通过再平衡操作来降低股票投资比例。因此社保基金进行了纪律性再平衡操作，使股票投资比例回到了资产配置目标区间”。

在迷茫和恐惧的下跌中，2008 年上证指数一路破关 4000 点、3000 点、2000 点，而全国社保基金或是先知先觉，已加仓布局股市暴跌严冬后的反弹春天。2008 年下半年，股市最大下跌幅度竟达 70%。

2008 年 10 月 28 日，上证指数已悄然筑底 1664 点。此后，政策面刮起暖风，同年 11 月，4 万亿元投资让市场重燃信心。

2008 年 11 月 28 日，社保基金理事会提出了五大举措支持经济发展，其中有一条为“逐步扩大指数化投资规模，同时追加部分股票投资，以稳定市场信心并追求资本市场长期发展中的稳定收益”。同时，社保基金自 11 月起连续三个月新增开户或隐现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跑步入市之迹象。从 2007 年 10 月到 2008 年 10 月，除 2008 年 7 月新开 24 个新账户外，其余月份均为零开户。此后，社保基金在 2008 年 11 月、12 月、2009 年 1 月分别开户 8 个、8 个和 16 个。从具体持股看，社保基金大抄底主要布局在房地产、基础建设、医药和石化等行业，而对房地产板块尤为青睐。

到 2009 年 1 月，社保基金的开户数已增加到 16 个，社保基金呈现跑步入市的态势，抄底的动机明显（见图 7–11）。



图 7–11　社保基金抄底 1664 点

2009 年，政府实施了“一揽子”经济刺激计划，推出了十大产业调整振兴规划。在此大力度的刺激下，我国经济逐步迎来了复苏回升。A 股市场也迎来了大幅反弹，上证指数从 2008 年 10 月 27 的 1664 点上涨到 2009 年 8 月 4 日的 3478 点，最大反弹幅度达 109%。而这期间，社保基金仍不断加仓换股，以中小板公司为代表的高成长性公司，消费、新能源类公司成为其新宠，而重点减持了房地产板块，早已埋下了种子的社保基金再获全胜。

2009 年 6 月，境内国有股转持政策正式实施。截至 2010 年 3 月底，境内外国有股转（减）持共为全国社保筹集资金约 1620 亿元，占累计财政性净拨入资金的 42%。

2009 年 8 月开始大跌，然而在这轮大跌行情中，社保资金却先知先觉，提前“开溜”。在 2009 年 7 月，社保基金从深市净流出 6.64 亿元，创当时年内单月最大净流出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而抛售的重点对象正是地产板块，净卖出达到惊人的 13.83 亿元，从后市来看，正是地产等权重板块的疲软，导致市场暴跌（见图 7–12）。

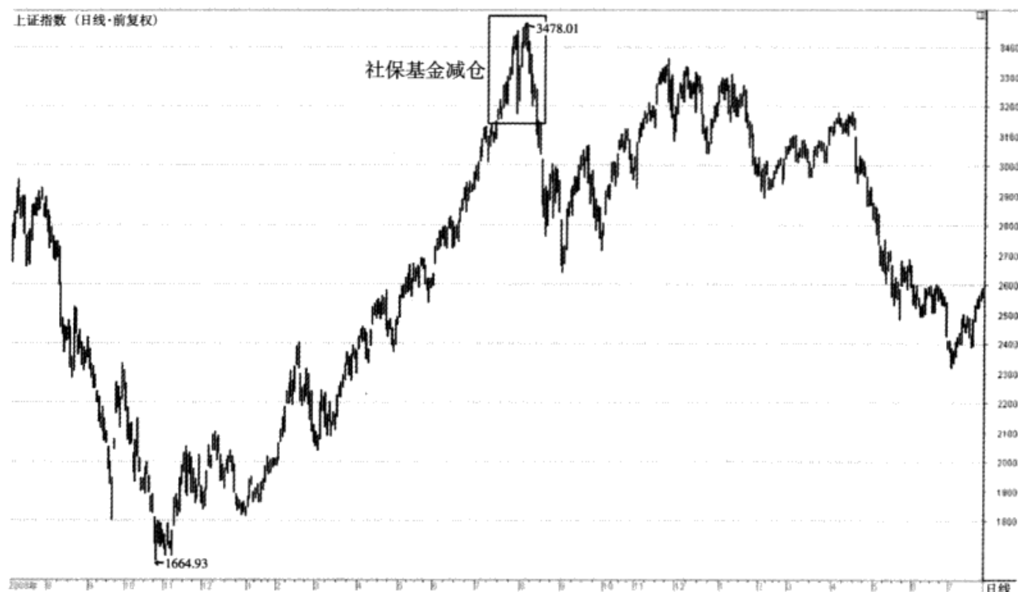


图 7–12 社保基金逃顶 3478 点

2010 年 3 月，全国社会保障基金理事会召开第三届理事大会第三次会议，明确提出建设一流社会保障资产管理机构。

在 2010 年第一季度的震荡行情里，社保基金进行了减持，投资比重低于 30%。2010 年第二季度 A 股再遭重创，自 4 月 15 日的 3181 点在短短不到三个月内下挫至 2319 点，跌幅达 27.10%，社保基金又一次神奇躲过。在 2010 年 4 月大跌之前，社保基金在第一季度累计出现在 263 家上市公司的前十大流通股东名单中，合计持股市值达 296.85 亿元，与 2009 年第四季度的 338.43 亿元相比，减少了 41.58 亿元，减少幅度为 12.29%，如果考虑到同期沪指 5.13%的跌幅，其减仓幅度仍为 7%。

2010 年 7 月 2 日探新低后绝地反击，直至 2010 年 11 月创下 3186 点，一轮反弹新高涨幅达 37.39%。在半年之内 A 股市场演绎如此杀跌急涨走势，社保基金却又在微妙地抄底，在大盘连破 2500 点、2400 点后，社保基金于 7 月 6 日火线增仓 30 亿元。

2010 年 7 月的反弹未能持续，而是进行了长达两个月的横向整理，第二季度累计涨幅仅为 10.73%，这也给社保基金第二季度未能重仓抄底留下了机会。

2010 年 8 月 5 日保监会发布《保险资金运用管理暂行办法》，规定保险资金投资于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票和股票型基金的账面余额不得高于本公司上季末总资产的 20%。这一动作，被市场广泛称为险资快速入场。

2010 年第三季度，社保基金持股市值高达 375 亿元，较第二季度增加 57.59%，创历史新高。此外，持股数亦从第二季度的 18.08 亿股升至 24.66 亿股，增幅为 36.40%。

从 2010 年 9 月 30 日至 2010 年 11 月 11 日 26 个交易日内，上证指数累计涨幅超过 22.02%，而上证指数疯狂上涨的背后，社保基金已无声撤退。

2010 年第四季度股指回调，社保基金持股市值及持股数分别较第三季度增加 13.86%和 9.00%；而随着 2011 年第一季度的反弹，其持股市值及持股数分别较 2010 年第四季度下降 7.00%和 9.27%。

2011 年 5 月，社保基金新增 100 亿元入市，其中 60 亿元为权益投资额度。2011 年第一季度社保基金持股市值和持股数分别为 399 亿元和 24.6 亿股。受“十二五”行业规划政策影响，第一季度社保基金主要增持机械设备和石油化工，其中预计受保障房铝制品需求的影响。随着社保基金在股市中收益率令人满意程度的提高，社保基金总额和可入市资金也越来越多（见图 7-13）。

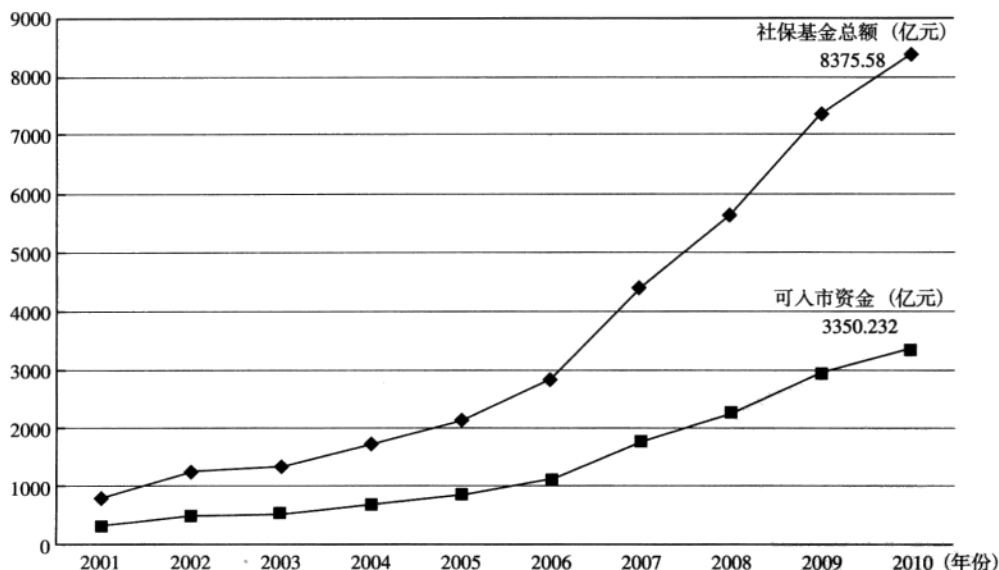


图 7-13 社保基金总额和入市资金

资料来源：豆丁网。

保险资金作为规模较大的资金，而且资金性质偏向中长期，同时从众压力很小，因此能够较好地把握股市大势。虽然保险资金不是“真正的国家队”成员，但是仍旧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有某些“准国家队”的意味，因此在信息上仍旧具有某些优势，我们先回顾保险资金入市的历程。

1999年10月，保监会正式批准保险资金间接入市。同时确定保险资金间接进入证券市场的规模为5%，以后视情况适当增加。

2000年，保监会先后批复泰康人寿、华泰财险等多家保险公司投资于证券投资基金的比例适当提高，但不超过上年末总资产的10%。

2001年3月，保监会将平安、新华、中宏三家保险公司的投资比例从30%放宽至100%。

2001年5月，保监会分赴全国各地对保险公司的资金运用情况进行检查。2002年5月，全国金融工作会议对保险资金运用提出明确要求，强化保险资金集中管理，防范资金运用风险，提高资金运用效率。

2002年12月，中国保监会公布首批取消58项行政审批项目，从监管上进一步与国际接轨。其中包括保险公司投资证券投资基金资格审批、保险公司在境外运用资金审批、保险公司购买中央企业债券额度审批、保险公司投资证券投资基金的投资比例核定等。

2003年1月1日，新修订的《保险法》开始实施。与旧《保险法》相比，新修订的《保险法》将保险公司的资金“不得向企业投资”规定改为“不得用于设立保险业以外的企业”。也就是说，国家允许保险公司的资金可用于设立与保险产业相关的其他企业，如保险资产管理公司、各类保险中介机构等。以新《保险法》实施为标志，国内保险资金运用开始进入快车道。

从2003年1月开始，各保险公司购买证券投资基金占保险公司总资产的比重由10%上升到15%。2003年1月，保监会主席吴定富在全国保险工作会议上提出，要把保险资金放到与保险业务发展同等重要的地位上，加以高度重视，而成立保险资产管理公司，则成为保险资金管理体制与运作体制的新突破。

2003年6月，新出台的《保险公司投资企业债券管理暂行办法》将可购买的债券品种由四种中央企业债券扩展到经国家主管部门批准发行，且经监管部门认可的信用评级机构评级在AA级以上的企业债券，投资比例也由原来的10%增加到20%。

2003年7月，中国人民保险公司正式更名为中国人保控股公司，并发起设立了中国人民财产保险股份有限公司和中国人保资产管理有限公司。中国人保资产管理有限公司也是我国第一家由保险企业成立的资产管理公司。

2003年8月，中国人寿保险公司正式重组为中国人寿保险（集团）公司和中国人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寿保险股份有限公司，重组后的集团公司主要代表国家控股拥有中国人寿保险股份公司。同月，中国再保险公司正式更名为中国再保险（集团）公司，由中再集团作为主要发起人发起设立的中国财产再保险股份有限公司、中国人寿再保险股份有限公司、中国大地财产保险股份有限公司先后挂牌成立。

2003 年 11 月，中国人民财产保险股份有限公司的股票正式在香港联交所上市，启动了中国内地大型保险企业海外上市历程。随后中国人寿于同年 12 月在中国香港和美国实现同步上市。

2004 年 2 月 1 日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台，该意见提出，要鼓励合规资金入市，支持保险资金以多种方式直接投资资本市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者，使以基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量。这标志着保险资金直接进入股市的政策坚冰开始融化。

2004 年 4 月，保监会公布《保险资产管理公司管理暂行规定》，使保险公司搭建资金管理运用平台有章可循。该规定没有限制保险资产管理公司受托管理社保基金和企业年金。

2004 年 4 月末，中国保险业总资产终于首次突破 1 万亿元的大关，达到 10125 亿元，其中，中资保险公司总资产为 9890 亿元，外资及中外合资保险公司总资产为 235 亿元。

2004 年 5 月，保监会出台《保险资金运用风险控制指引（试行）》（以下简称《指引》）。《指引》对保险公司和保险资产管理公司建立运营规范、管理高效的保险资金运用风险控制体系，制定完善的保险资金运用风险控制制度提出了具体要求，被业内视为出台有关保险资金直接投资股票、投资境外资本市场、参与重大基础建设项目等投资管理细则的前奏。

2004 年 6 月，平安保险在香港顺利挂牌交易。

2004 年 6 月 23 日，中国保监会主席吴定富明确表示，要加强保险资金运用监管，积极探索与保险资金运用渠道相适应的监管方式和手段，建立动态的保险资金运用风险监控模式。

2004 年 7 月 31 日，保监会发布通知，允许保险公司投资可转债，可转债投资规模计入企业债券投资余额内，合计不得超过保险公司上月总资产的 20%。这标志保险资金直接进入股市已近在咫尺。

2004 年 10 月 24 日，中国保监会和中国证监会联合发布《保险机构投资者股票投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资管理暂行办法》，保险资金直接进入股市获准。

2005 年 2 月 15 日，保监会同证监会下发《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》及《保险机构投资者股票投资登记结算业务指南》，明确了保险资金直接投资股票市场涉及的证券账户、交易席位、资金结算、投资比例等问题。

2005 年 2 月 17 日，中国保监会联合中国银监会下发《保险公司股票资产托管指引(试行)》和《关于保险资金股票投资有关问题的通知》，明确了保险资金直接投资股市涉及的资产托管、投资比例、风险监控等问题。自此，我国保险资金进入包括股市在内的整个证券市场，已无法律障碍，余下的只是技术操作问题与风险规避问题。

在 6124 点和 1664 点，保险资金都与社保基金共同进退，由此可以看出保险资金"先知先觉"的能力或者对市场的影响力。

"国家队"资金主要是指汇金、社保基金（养老基金）和保险资金三大系别，从本课的详细介绍可以得出一个结论：它们是大盘趋势的重要风向标。那么，从哪里可以及时查看到"国家队"的动向呢？第一个信息源是上市公司的股东变化，这个可以从 F10 中查到；第二个信息源是万隆证券网的"主力行为"，里面有专栏，追踪社保基金和保险资金的动向（见图 7–14）；第三个信息源是东方财富网的"主力"专栏，下面也有社保基金和保险资金的信息分析（见图 7–15 和图 7–16）。



图 7–14 万隆证券网"主力行为"提供了"社保/保险"动向信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-15 东方财富网的“主力”专栏

图 7-16 东方财富网主力专栏下的“社保基金”和“保险资金”栏目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市净率法则和三顶底序列法则：百年熊市抄底的唯一可靠定量指标

悲观情绪最为严重时是最好的买入时机。

——约翰·M.邓普顿

空头不死，多头不止；多头不死，空头不止。

——股市谚语

抄底的时候以价值投资的标准选股，持股的时候以趋势投资的手法运作，逃顶的时候以技术分析来判断时点。

——罗伟广

我现在做交易有三个原则：第一，是不是能通过冒 1 元钱的风险赚 3 元钱；第二，基本面分析是不是支持你投资的方向；第三，技术面是不是也支持你投资的方向，基本面能不能和技术面形成同步共振。

——葛卫东

股票市场的底部对于绝大多数股票交易者而言都是非常重要的建仓时机，即使是短线交易者也需要明白趋势的起点和终点，这样才能在短线交易中规避最大的风险，把握最大的机会。记住一点：**即使是短线交易者也不能忽视趋势，趋势永远是第一位的。**不要认为短线客就能够藐视市场的趋势，只重视市场短期的波动反而使你没法看清这种短期波动。**凡是只见树木不见森林的做法都会遭到失败。**九胜一败可以让一个短线客功亏一篑，因为逆势而放任亏损的后果将非常严重。

股票交易的主要方式是低位买入高位抛出，融券做空和买入股票看跌期权在未来一段时间内还不会普及。因此，**明白大盘的最低风险区域可以帮助投机客更好地识别**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趋势和重大建仓机会。

关于底部有两个比较有效的法则：第一个是市净率法则；第二个是三底序列法则。市净率法则是美股百年来都有效的法则，对于 30 年历史的 A 股也存在一致的效果。什么是市净率？简单而言就是股价除以每股净资产，与所谓的“托宾 Q 值”比较接近。而三底序列法则属于 A 股市场自身一个独特的规律，三底序列法则也可以延伸为三顶序列法则，同时市净率法则其实谈的是估值底，属于三底序列中的第一个，两个法则紧密联系，本课一并介绍给大家。

大熊市才能带来市净率的底部，所以要通过市净率找底部，前提是股市正在经历大熊市，我们以美国股市为例让大家对大熊市做一个直观的感受。美国股市百年来经历过超过 10 次熊市，最大的熊市有 4 次，它们分别是 1929 年大衰退、1973 年石油危机、2000 年互联网泡沫破灭和 2007 年次贷危机。在这四次大熊市中，每次暴跌之后都会出现市净率极低的情况，可以说市净率底部与股市底部如影随形，由于相对于每股盈余而言，每股净资产相对稳定，因此市盈率没有市净率那么稳定（后面会专门谈到市盈率）。所以，无论是从历史经验而言，还是从指标稳定性而言，比较能够预示股市底部基本面指标的还是市净率，我们逐一回顾美股这四次大熊市。

第一次大熊市发生在 1929 年。20 世纪 20 年代，“柯立芝繁荣”使得美国证券市场也逐步步入“一战”后的投机狂潮中，“买股票就发财”成为社会上大众的普遍共识，大家都想通过购买股票一夜之间成为百万富翁。股市先于经济做出了调整，这就是我们在第一课提到的规律：股市是经济的领先指标。1929 年 10 月 24 日，纽约证券交易所股票价格断崖式下跌，人们争先恐后地抛售股票，整个交易所大厅里回荡着绝望的叫喊声，这一天被称为“黑色星期四”，以至于这样的命名方式在以后的全球股市中经常被效仿。不过糟糕的情况并不仅仅限于当天的下跌，这其实仅仅是灾难的开始。10 月 29 日，纽约证券交易所股价再度暴跌，当天 1600 多万股股票被抛售，50 种主要股票的平均价格下跌了近 40%（你能想象这种恐慌程度吗）。从 1929 年 9 月到 1933 年 1 月，道琼斯工业指数从 364.9 点下跌到 62.7 点。

股市先于经济出现调整，此后经济的“繁荣”景象也化为乌有，全面的金融和经济危机纷至沓来。大批银行倒闭，企业破产，失业人数激增，产品价格下跌，经济进入经济周期中的“衰退阶段”，只不过这种衰退太猛烈了，以至于我们需要一个专门的词来定义，那就是“大萧条”。当时全球经济都进入到了“大萧条”中，1933 年，整个资本主义世界工业生产下降 40%，各国工业产量倒退到 19 世纪末的水平，资本主义世界贸易总额减少 2/3，美、德、法、英共有 29 万家企业破产。资本主义世界失业工人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



达到 3000 多万，美国失业人口 1700 多万，几百万小农破产，无业人口颠沛流离。经济危机引起了各国的政局动荡，当时的国民党政府都受到了较大的冲击。经济危机同时也引出一连串的贸易战，当时全球股市的市盈率都处于历史性的大底。

第二次大熊市发生在 1973 年。1973 年 10 月，第四次中东战争爆发后，石油售价从每桶 2.48 美元上涨至 11.65 美元。在一个需求螺旋萎缩的国际市场上，石油价格暴涨使需求萎缩突然加剧，生产过剩的危机爆发了。道琼斯指数从 1973 年 1 月的 1016 点下跌到 577.6 点。在这一时期，银行利息远高于债券和股票收益，银行大额定期存款开始在美国大众中受到追捧。

在股市率先下跌之后，1973 年 12 月，一场“二战”后规模最大、程度最深的世界经济危机爆发了，触发这场危机的是石油涨价，这就是宏观经济学所谓的“供给冲击”。在美国，危机从 1973 年 12 月持续到 1975 年 5 月，国民生产总值下降了 5.7%，工业生产下降了 15.1%，其中建筑、汽车、钢铁三大支柱产业受打击尤为严重。固定资本投资共缩减 23.6%，企业的设备投资 1975 年比 1973 年下降了 48%。企业和银行倒闭均创下战后的空前纪录。失业率高达 9.1%，失业人数达 825 万。道琼斯指数从 1973 年 1 月到 1974 年 12 月下跌达 41.9%。而与危机相伴的，则是更加严重的通货膨胀。1974 年美国消费物价上涨 11.4%，1975 年上涨 11%。各主要资本主义国家几乎同时在 1973 年 12 月爆发经济危机，又在 1975 年上半年走出危机，此时美国股市的市盈率再次出现历史性底部。

第三次大熊市发生在 2000 年。1994 年互联网开始引起公众注意，到了 1996 年，大部分美国的上市公司都需要一个自己的网站。互联网成为一种新的最佳媒介，它可以即时把买家与卖家、宣传商与顾客以低成本联系起来。互联网带来了各种在数年前仍然不可能的新商业模式，并引来风险基金的投资。在泡沫形成的初期，3 个主要科技行业因此而得益，包括互联网网络基建、互联网工具软件及门户网站。风险投资家目睹了互联网公司股价的创纪录上涨，故而出手更快，不再像往常一般地谨小慎微，选择让很多竞争者进入，再由市场决定胜出者来降低风险。

1998 年到 1999 年**美联储实行的低利率，为金融市场提供了过剩的流动性**（结合第二课的内容来思考）。在这些企业家中，大部分缺乏切实可行的计划和管理能力，但是凭借所谓的互联网概念，加上宽松的流动性，他们仍能将“创意”在高位出售给“投资者”。从这里可以看到我们在前言提到的两个要素，那就是预期和资金，互联网概念改变了人们的预期，让大家的预期变得很高，同时美联储超宽松的货币政策使得流动性过剩，这就助推了美国股市。2000 年 3 月，以技术股为主的纳斯达克综合指数飙升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到了 5048 点，网络经济泡沫达到最高点，当年 A 股市场也出现了一波互联网概念行情。

1999 年至 2000 年早期，**利率被美联储提高了 6 倍，流动性不断被紧缩**（再次结合第二课的内容进行思考）。网络经济泡沫于 2000 年 3 月 10 日开始破裂，纳斯达克指数当天最高为 5132.52 点，比一年前的指数翻了一番还多，此后开始小幅下跌，市场分析师们却说这仅仅是股市做一下修正而已。3 月 13 日（星期一），投资者、基金和机构纷纷开始清盘，纳斯达克指数一开盘就从 5038 点跌到 4879 点，整整跌了 4 个百分点。仅仅 6 天时间，纳斯达克指数就损失了将近 900 个点，从 3 月 10 日的 5050 点跌到了 3 月 15 日的 4580 点（见图 8-1）。到了 2001 年，互联网泡沫加速下挫，大多数网络公司在把风投资金烧光后停止了交易，绝大多数这类公司还没有开始盈利过。

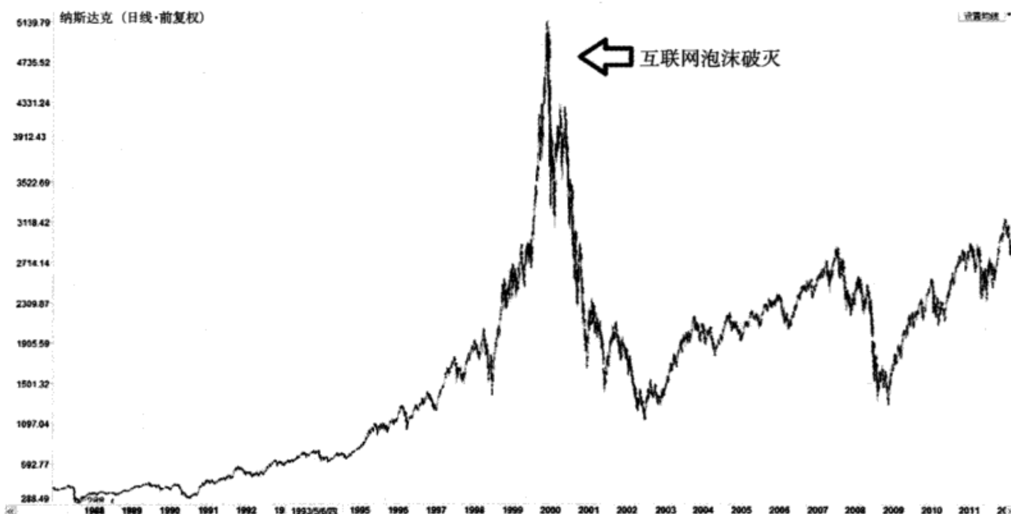


图 8-1 互联网破灭过程中的纳斯达克指数

第四次大熊市发生在 2007 年。在 2006 年之前的 5 年里美联储为了应对互联网泡沫破灭以及“9·11”恐怖袭击引发的恐慌，将**美国利率水平保持在较低水平**，由此导致美国的次级抵押贷款市场迅速发展。在危机发生前几年的美国联邦政府政策和竞争压力助长了高风险贷款的实施。此外，对贷款奖励力度的增加，如轻松的头期款以及房价长期上涨的趋势让借款人相信偿还房贷抵押的艰苦只是暂时性的，他们能够在未来迅速地找到更有利的融资条件。随着**短期利率的提高，次贷还款利率也大幅上升，**购房者的还贷负担大为加重。一旦利率开始回升，再融资变得更加困难。同时，住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难。违约与法拍活动在轻松头期过后急剧增加，房屋价格并没有如预期般上升，以及可调整利率贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利率再创新高。

房地产价格于2006年到2007年在美国许多地区开始适度下降。2007年，近130万房地产遭到法拍，比起2006年增长了79%。2007年间，这一危机造成金融市场恐慌，这鼓励投资人将其资金从风险抵押贷款债券和摇摇欲坠的股票里抽走，并将之转变成物资以“保值”。抵押贷款违约率和期货违约拨备造成在8533家受美国联邦存款保险公司保险的存款机构的利润下降，从2006年第四季度的352亿美元在一年后的同一季度下降到6.46亿美元，减少率达98%。2007年第四季度是自1990年以来最坏的银行和储蓄单季业绩。在2007年整年，已保险存款机构收入约1000亿美元，比起自2006年的1450亿美元创下了31%的跌幅纪录。利润下滑，从2007年第一季度的356亿美元下降到2008年第一季度的193亿美元，跌幅达46%。

2008年8月，全球各地金融机构都相继减持其与次贷有关的债券共5010亿美元。当以雷曼兄弟为首的金融机构在2008年9月陷入穷途末路时，次贷危机进入关键点。在2008年9月为期两天的时间，1500亿美元自美国货币市场基金撤出。平均每两天流出了50亿美元。此信用风暴使全球金融体系接近崩溃。在次贷危机中，美国道琼斯指数从14198.10点下跌到了6470.11点（见图8-2），整体市盈率形成历史底部。



图8-2 次贷危机中的道琼斯指数

现在回过头来我们看看净资产与股指在A股市场的关系，如图8-3和图8-4所示，分别是上证指数与净资产、深圳A指与净资产，可以看到股指与净资产背离非常厉害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时候，反转就要发生了。有两种极端情况：第一种极端情况是市净率非常高，也就是指数远高于净资产，这时候市净率就非常高，所谓的“估值顶”就出现了；第二种极端情况是市净率非常低，也就是指数远低于净资产，所谓的“估值底”就出现了。

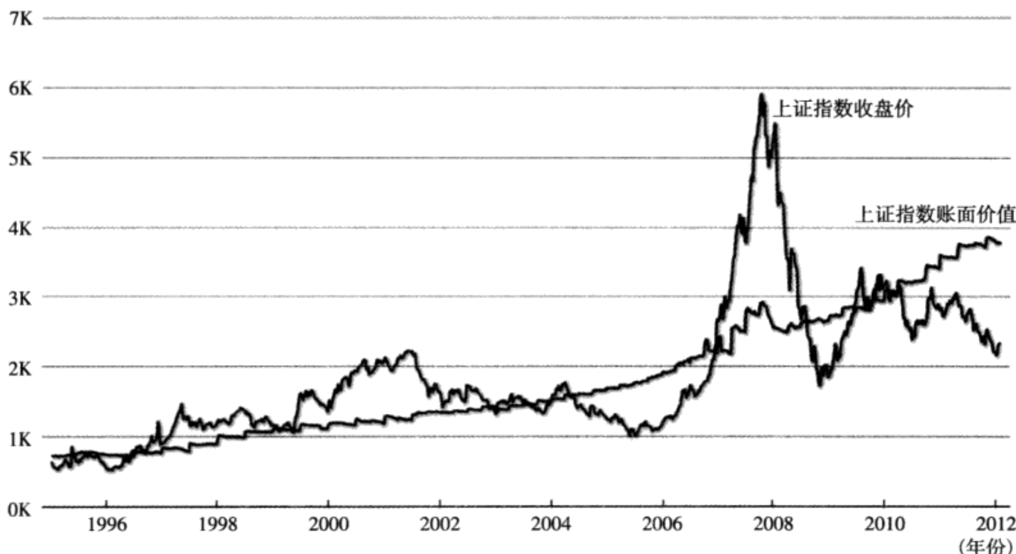


图 8–3 上证指数收盘价和账面价值

资料来源：q–magic.net。

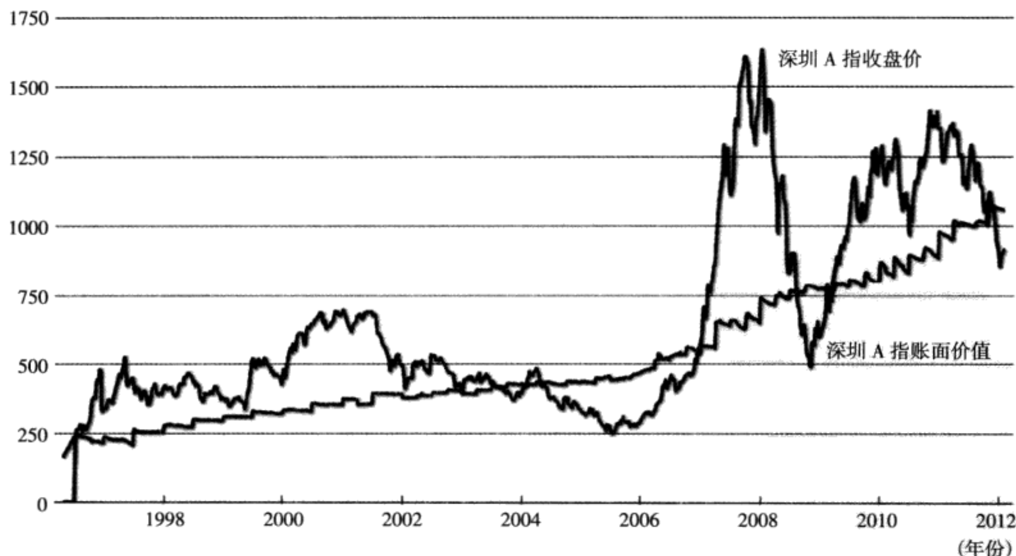


图 8–4 深圳 A 指收盘价和账面价值

资料来源：q–magic.net。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市净率一般以 P/B 的形式表示，而市盈率一般以 P/E 的形式表示（后文详细介绍其含义），这两个指标往往是用来洞悉“估值底”的，市净率被历史证明效果更好，但是市盈率却被最广泛地使用。市净率与托宾 Q 值类似，在不太严格的情况下可以认为两者可以相互替代。A 股市场的大底与这三者有密切的联系，请见图 8-5，市盈率（P/E）看左边的坐标，市净率和托宾 Q 值看右边的坐标。从这幅图可以看到就上证指数而言，**市净率或者托宾 Q 值低于 2 往往意味着 A 股处于底部，而高于 5 则意味着 A 股处于顶部。**我们来看一些具体历史性底部的市盈率读数：1994 年市场 325 点时的整体市净率为 1.81 倍，整体市盈率为 16.43 倍；1996 年市场 512 点时的整体市净率为 2.44 倍，整体市盈率为 19.93 倍；2005 年市场 998 点时的整体市净率为 1.70 倍，整体市盈率为 17.66 倍；2008 年市场 1664 点时的整体市净率约为 1.95 倍，整体市盈率降至 12.62 倍。那么，在哪里可以看到最新市净率的变化呢？可以查看 q-magic.net（见图 8-6 和图 8-7）。另外，股票行情软件的指数界面中也会显示市净率的现值，比如通达信股软的整体市净率就可以在上证指数分时走势图的左边看到（见图 8-8）。当然，除了市净率你还可以看市盈率的极端值，后文会详细介绍市盈率在估值底评估中的意义。

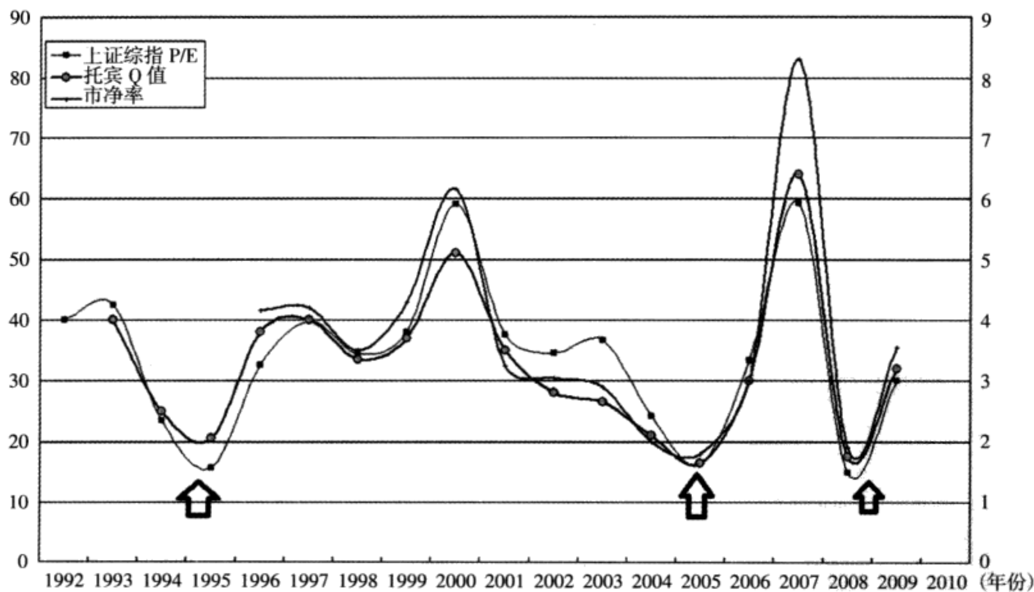


图 8-5 上证指数的市净率、市盈率和托宾 Q 值

资料来源：哈克的 BLOG。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



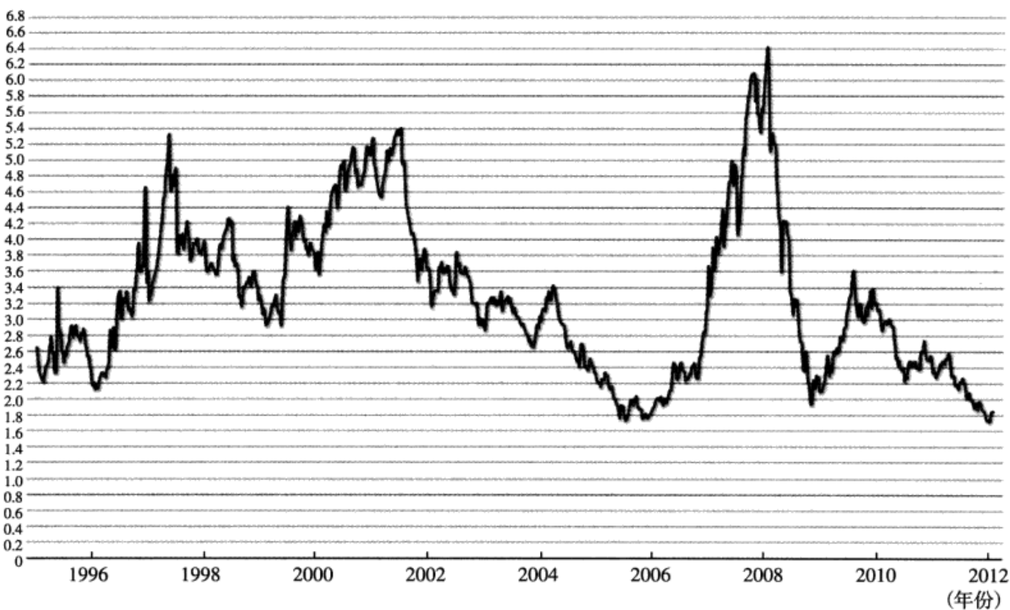


图 8-6 上交所上市股票加权平均市净率

资料来源：q-magic.net。

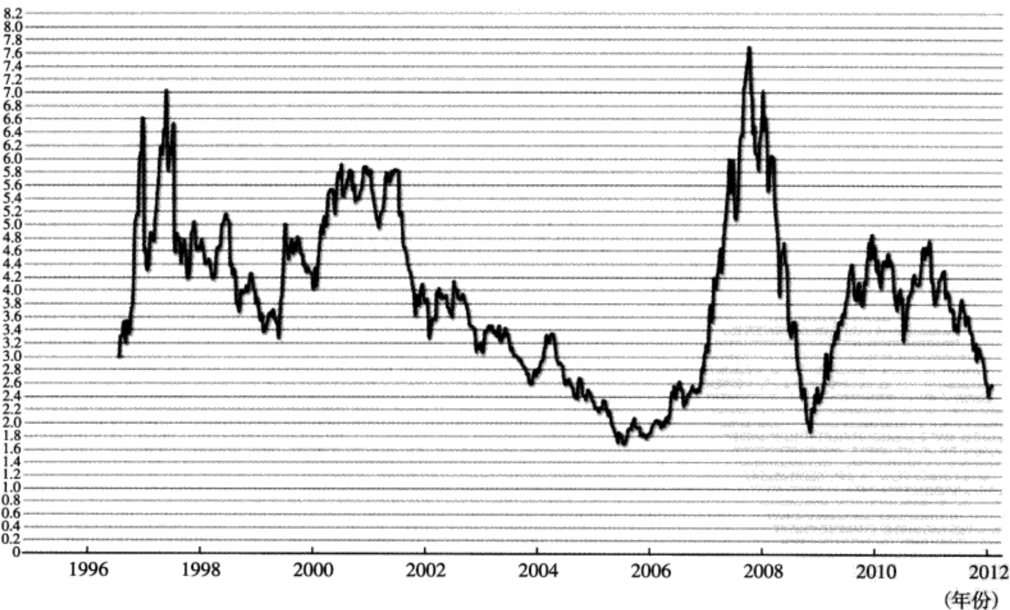


图 8-7 深交所上市股票加权平均市净率

资料来源：q-magic.net。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 8-8 通达信股软界面的“A 股平均市净率”指标

与市净率密切相关的是市盈率，而且后者在市场的使用更加广泛，更多的机构投资者会关注市盈率的变化，一般从中找出关于市场是否位于转折区域的信息（严格意义上是“估值底”而不是“市场底”的信号）。**短线交易者主要是看“大盘的市盈率”，**这是关键，市盈率帮助我们判断大盘的趋势，而**短线交易中对个股的市盈率就没有那么重视了，**短线交易者可以参考个股的市盈率，但不是必须考虑的因素。AIMS 框架为个股的市盈率和市净率考虑预留了空间，其中的 S 一般作为题材来运用，在某些情况下也可以从“Safety”（安全空间）的角度来理解。AIMS 框架其实并不是一个简单的股票短线交易框架，它可以演变为价值投资系统。

什么是市盈率？所谓的市盈率是一个反映股票收益与风险的重要指标，也叫市价盈利率。体现的是企业按现在的盈利水平要花多少年才能收回成本，这个值通常被认为在 10~20 是一个合理区间。当然，由于每股收益并不是一个恒定的数值，所以市盈率并不能这么简单地用。市盈率与每股收益和股价的关系都非常密切，这个指标是广泛采用的估值指标，因为每股收益代表了公司的质量，而股价代表了股价的高低，两者的比值其实简单地反映了“是否价廉物美”。

它是用当前每股市场价格除以该公司的每股税后利润，其计算公式如下：

$$市盈率=\frac{股票每股市价}{每股税后利润}=\frac{股价}{每股收益}$$

简单而言，就是某上市公司的每股收益除股价，假如每股收益一直维持不变，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么市盈率的倒数其实就是反映了你持有这家公司要多少年才能回本。比如，你在 20 元的价位买入一只股票，假设这只股票的每股收益是每年 1 元，再进一步假定此后的每股收益一直维持在这一水平上。那就意味着，如果你持有这只股票，需要 20 年才能收回购买时的成本。比如，恒泰艾普的市盈率为 61 倍（见图 8–9），意味着按照给定的每股收益，要 61 年才能回本。既然这样为什么还有这么多人愿意支付这个价格买入呢？这里涉及两种情况的综合：第一种情况是某些投资者认为该股未来的每股收益会加速增长，因此市盈率会下降，这类参与者主要是基于 AIMS 框架中的 A（这里解读为公司优势 Advantage）进行的分析；第二种情况则是某些交易者是为了赚取股价差额，而不是为了从资产增值中获取收益，而赚取股价差额的交易者主要是基于题材对股价的推动作用，这类参与者主要是基于 AIMS 框架中的 S（题材或者主题）。

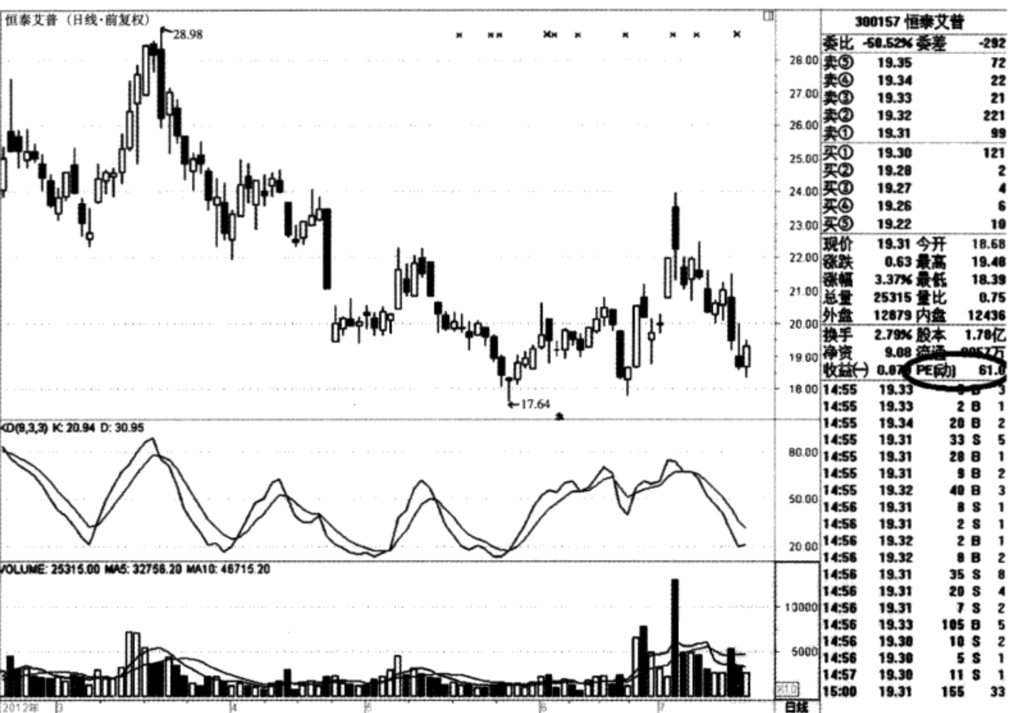


图 8–9 恒泰艾普的市盈率

这里还要强调一点，因为市盈率的每股收益取值存在差别，因此有所谓的静态市盈率和动态市盈率之分，作为股票交易者应该对此有所了解，避免被误导。静态市盈率是市场广泛谈及的市盈率，即以目前市场价格除以已知的最近公开的每股收益后的比值。动态市盈率则是在静态市盈率的基础上得到的，它以静态市盈率为基数，乘以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动态系数，该系数为 $1/(1+i)^n$，i 为企业年复合增长率，n 为企业的可持续发展的存续期。比如说，上市公司目前股价为 20 元，每股收益为 0.38 元，去年同期每股收益为 0.28 元，年复合增长率为 35%，即 i=35%，该企业未来保持该增长速度的时间可持续 5 年，即 n=5，则动态系数为 $1/(1+35\%)^5=22\%$。相应地，动态市盈率为 11.6 倍，也就是 52 元（静态市盈率：20 元/0.38 元=52）×22%。两者相比，相差之大，相信普通投资人看了会大吃一惊，恍然大悟。动态市盈率理论告诉我们一个简单朴素而又深刻的道理，即投资股市一定要选择有持续成长性的公司。

静态市盈率=股价/当期每股收益

动态市盈率=静态市盈率×$(1+年复合增长率)^n$

市盈率有个股市盈率和板块市盈率，还有大盘市盈率，如道琼斯指数的市盈率。假如你是价值投资者，那么在选择个股的时候就必须进行估值，而估值的一个重要手段就是查看市盈率，**正确的方法应该是将市盈率与该股的历史市盈率进行比较，同时与所处板块的平均市盈率进行比较，光有比较还不够，还需要找出差异背后的原因，**看这个原因能否继续支持个股市盈率横向和纵向的差异。当然，这里谈的是价值投资，与本书短线交易关系不大，但既然谈到了市盈率就不得不提一下市盈率在个股上的正确使用方式。

为什么不能随便比较两只个股的市盈率？这是由于所处板块不同，个股市盈率存在系统性差异，因此只能进行板块内个股之间的比较才有意义。我们在第十四课板块宏观套利中将详细介绍周期类板块的市盈率周期变化，这表明市盈率的变化主要以板块的方式在周期性地变化着。因此，我们可以通过观察板块市盈率相对历史走势的位置来确定板块的大势。进一步往上走，我们还可以**通过观察大盘市盈率相对历史走势的位置来确定大盘的大势，**比如通过观察美股市盈率相对历史走势来定位现在的市盈率（见图 8-10）。当然，光靠市盈率来确定大盘趋势是不行的，但是如果我们能够在其他课程的基础上加上市盈率这一手段则会在大盘趋势判断上做得更好。

因为本阶段课程是介绍大盘的判断，因此我们着重介绍大盘市盈率对判断大盘趋势和转折区域的意义。当市盈率处于高位区域的时候，主力交易者倾向逐步减仓，当市盈率处于低位区域的时候，主力交易者倾向逐步加仓，因此**市盈率其实提供了衡量安全空间 S 的帮助，而市场上以价值投资为主的社保基金等必然会参考这一指标来进行战略性配置，一旦以社保为主的超级选手这样操作，那么就会对大盘顶部和底部的形成产生关键性的影响。**而一旦大盘确定了趋势，则短线交易就面临系统性的风险或者收益了，如果短线交易者能够正确判断大盘趋势，就能够在短线交易中规避最大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



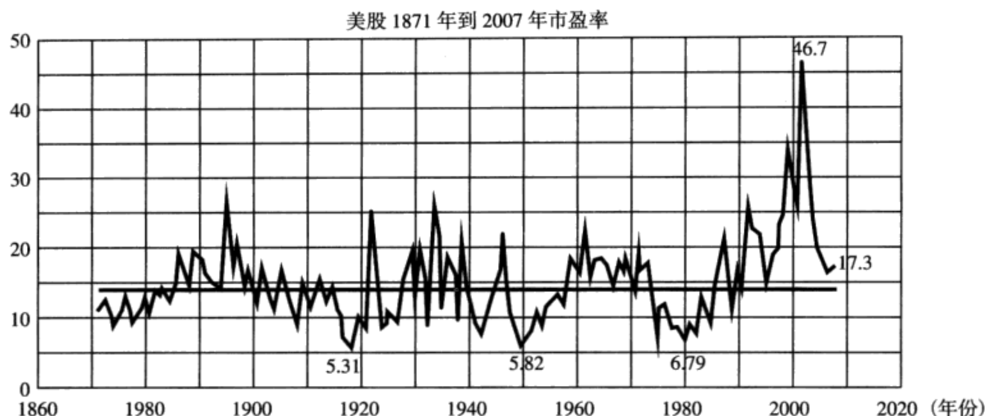


图 8-10 美股历史市盈率

风险，获取最大的利润。作为机构交易者，特别是运作个股和板块的主力，也必须判断大盘，这样才能借最大的力来为自己盈利。大盘就是一个杠杆，你顺应它就能事半功倍，你悖逆它就会事倍功半，没有一个主力强大到可以操控大盘的趋势，即使有所谓的大盘的操控也只是顺势的局部运作而已。具体而言，再强大的主力也不敢在整个股市市盈率极其高的时候大举加仓，再弱小的主力也不愿意在整个市场市盈率极其低的时候大举卖出。**环境制约了一切参与者的选择范围，无论你是重量级选手还是轻量级选手。**股市平均市盈率就是一个大环境因素，它也制约了一切参与者的选择范围，它发挥这种制约能力的具体途径就是通过资金的套利。**市盈率的倒数，也就是每股收益除以股价，其实反映了静态的投资回报率，**我们将其表示为 E/P，其中 E 是每股收益，P 是股价，E/P 其实告诉我们投资股票的收益。而金融市场的债券往往作为资产收益率的衡量体系，简单而言一个理性的投资者会比较股票市场与债券市场的预期收益率来确定将资金如何在两者之间进行分配（当然现实的情况是投资者在股票、债券、储蓄、房地产、收藏品、大宗商品等资产之间做出选择，我们这里简化了）。假设债券（或者储蓄）的收益率是 R，那么如果 E/P 在扣除风险之后显著高于 R，则大家就会选择股票，资金必然会流向股票，直到股价 P 上升，进而降低 E/P，使得风险扣除后的 E/P 等于 R。相反情况下，如果风险扣除后的 E/P 低于 R，那么资金就会从股市流到固定收益产品上，也就是债券或者储蓄上，随着股票被不断抛售，股价 P 开始上升，这样 E/P 就上升了，使得风险扣除后的 E/P 等于 R，这样资金流动才逐步停止。

在判断大盘是否见底的时候可以用整个市场的市盈率倒数，也就是 E/P 与 10 年期国债收益率进行比较，如果 E/P 远远高于 10 年期国债收益率，那么大盘继续下行的空间和可能性都很小了。就 A 股市场而言，如果 E/P 是位于大于 10 年期国债收益率 1.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



倍的范围，战略性投资者将逐步进入，如果是大于 2 倍的话那么股市很可能位于底部区域。那么如何定义股市的顶部区域呢？就 A 股市场而言，如果 E/P 与 10 年期国债收益率的比值进入到 1 倍以下区域，那么股市中的重量级选手就会开始逐步离场（见图 8-11）。一般而言，超重量级选手更重视 E/P 和固定收益产品（如 1 年期储蓄利率，10 年期国债收益率等）的比较。对于散户和游资而言，P′/P 与固定收益产品的比较更重要，P′/P 是股价预期增长率。毕竟决定大盘趋势的还是超重量级选手，因此我们必须重视他们的行为和判断。



图 8-11 E/P 与 10 年期国债收益率比

资料来源：社科院金融统计数据库，Value500 价值黄页。

比较 E/P 与 10 年期国债收益率为代表的固定收益率是一种在散户中不太普及的方法，另一种更普及的市盈率运用方法是基于历史经验的拇指法则。具体而言就是比较当下市盈率与市盈率的历史走势来确定目前大盘所处位置，这是我们本课开头提到过的方法。比如：1973~1974 年石油危机，美国经济滞涨连累香港股市也暴跌；1981~1984 年，美国通货膨胀超过 15%，沃克尔主导下的美联储严厉收缩货币，港股大跌；1998 年，东南亚金融风暴，波及香港；2008 年，美国次贷危机，再度波及香港，**这几次港股的历史性的底部都在 10 倍市盈率附近。**

对于 A 股而言，20 倍市盈率以下时大盘位于底部区域，40 倍以上时就位于顶部区域了。历史上沪市 A 股市盈率在 10.65 倍和 76.7 倍之间波动（见图 8-12），通过历史数据对比可得出初步结论：中国股市历史大盘平均市盈率在 20 倍以下对应的应该就是低风险底部区域。比如，1994 年 325 点大底平均市盈率为 10.65 倍，1996 年 512 点大底平均市盈率为 19.44 倍，2005 年 998 点大底平均市盈率为 15.42 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



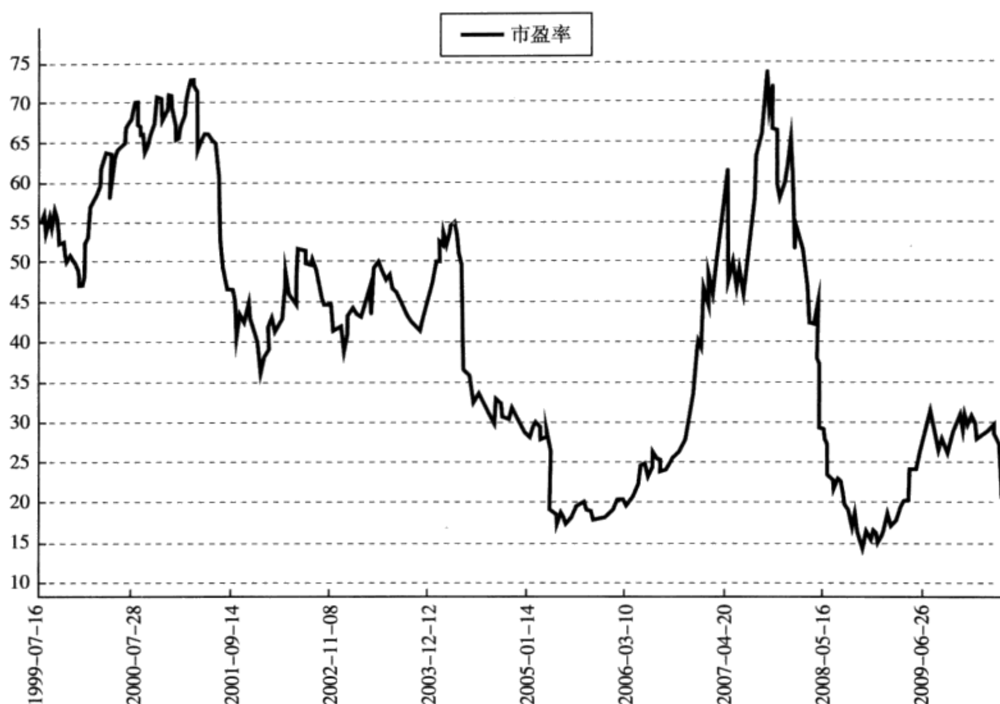


图 8-12 最近 10 年 A 股市盈率波动范围

中国股市历史大盘平均市盈率在 55 倍以上，大致是高风险区投机顶部区域。比如，1997 年 1510 点大顶平均市盈率为 59.64 倍；1999 年 1756 点大顶平均市盈率为 63.08 倍；2001 年 2245 点大顶平均市盈率为 66.16 倍；2007 年 6124 点大顶平均市盈率为 70 倍。

在哪里可以查询最新的 A 股市场市盈率走势图呢？对于一般交易者而言，推荐 http：//value500.com/，从这个网站可以查到很多有用的信息，特别是上交所上市公司整体市盈率（见图 8-13）和深交所上市公司整体市盈率（见图 8-14）。

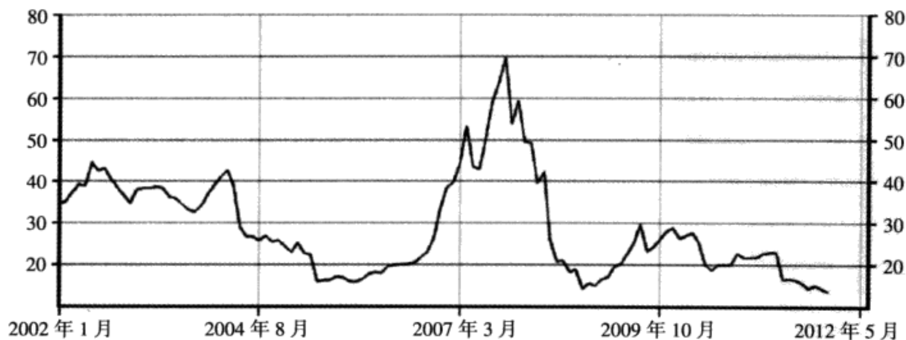


图 8-13 上交所上市公司整体市盈率

资料来源：http：//value500.com/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

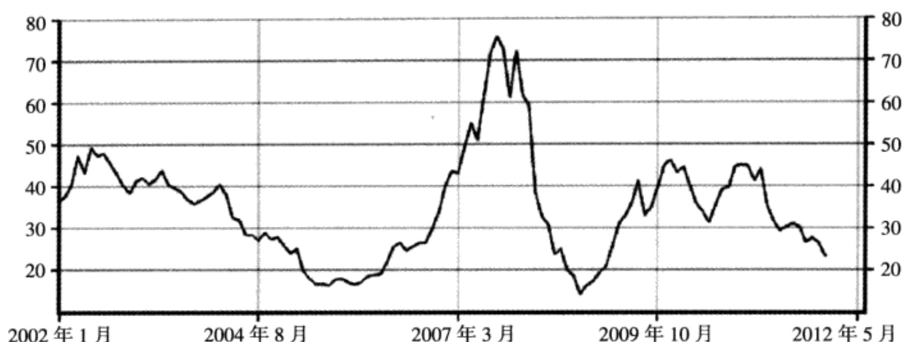


图 8-14　深交所上市公司整体市盈率

资料来源：http：//value500.com/。

统计数据显示，A 股的市盈率在 20 倍以下运行的时间通常不超过 2 年，在 60 倍以上市盈率运行的时间通常不超过 1 年，估值的分布为：12.26%个股的市盈率分布在 0~20 倍，26.02%个股的市盈率分布在 20 倍到 40 倍之间，61.72%个股的市盈率分布大于 40 倍。香港股市的情况是恒生指数市盈率在 18~22 倍时牛市结束的几率很大，在 8~12 倍时熊市结束的几率很大，因此香港股市历来流行“18 倍市盈率减持股票”和“12 倍市盈率增持股票”的做法。当然，判断顶底不能单靠一个因素来确定，我们还要结合流动性（如 M1 同比增速）、价量状况、经济周期、“国家队”动向、市场情绪等因素来判断。

前面我们已经详细介绍了市净率法则和市盈率，接下来介绍三底序列法则，即依次出现“估值底—政策底—市场底”（见图 8-15）。估值底一般按照前面介绍的市净率和市盈率定位，而政策底则根据“国家队”和监管层的动向定位，市场底则是真正的底部，这个需要技术手段来定位，比如前面介绍的哈尔兹法则、成交量法则、指数 N/2B 法则以及第九课要介绍的指数动量背离法则等。

估值底就以市净率和市盈率为主进行衡量，这里不再赘述。我们这里来介绍一下政策底和市场底，所谓的政策底并不是一个非常具体的点位，而是政府和监管当局认可的最低点位区域。当 A 股市场跌破这一点位区域时，管理层必然出手护盘。A 股市场上公认的政策底有 2005 年 6 月的 1000 点、2008 年 4 月的 3000 点、2008 年 10 月的 1700 点等。2008 年的这两个点位附近，管理层出于维护金融市场稳定的考虑，分别出台了下调印花税和汇金增持等重磅利好，当时 A 股确实也有一波强力反弹。

政策底一般先于市场底出现，但是晚于估值底出现。政策底早于市场底 3~6 个月。比如，2008 年上证指数在 3000 点附近，政策出来之后，股指反弹然后继续下跌，直到半年后的 10 月才探明真正的市场底部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



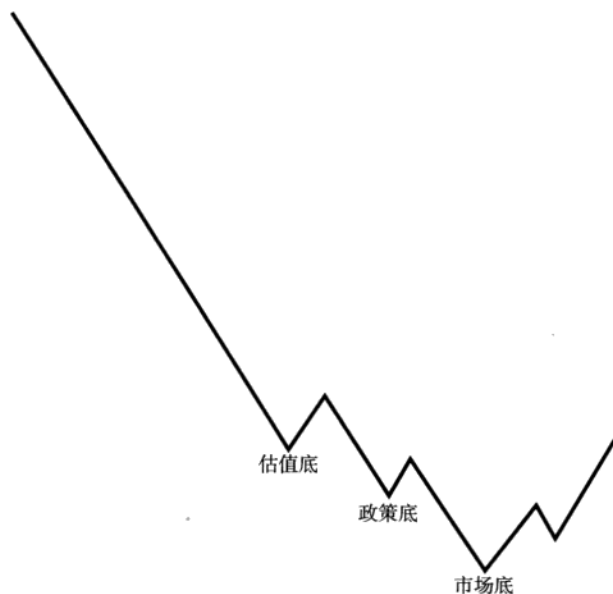
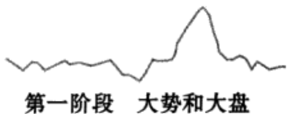


图 8-15 三底序列模型

政策底是"假底部"，市场底对于交易者而言才是真正的底部。政策发出见底信号时，市场的恐慌盘并没有完全宣泄出来，只有当市场大众看到政策也无济于事的时候才会将最后的抛盘脱手，最恐慌的情况出现，这时候才能真正见底。市场底的特征是股指恐慌性加速下跌，任何利好政策似乎都不起作用了。成交极度低迷，地量不断出现。市场底构筑的时间较长，从最低点拉上来之后，往往会在次低位置徘徊较长一段时间。

政策底一般是在显著利好的刺激下突然出现，这时候价格反弹迅速，时间短，参与难度大，散户容易跟进。市场底则是散户恐慌和绝望之后出现的，静悄悄地形成，市场上绝大多数人都想不到，都不认为这里是底部的时候往往就是市场底形成了。市场底的形成需要多个因素的配合，主要有：第一，流动性见底，特别是 M1 同比增速见底；第二，市场恐慌情绪达到极点，能卖出的都卖出了，但是想买入的散户几乎没有。简单而言就是**资金和情绪差得不能再差了，这就是市场底部了。**如上证从 6124 点跌到 1664 点过程中出现的三底（见图 8-16）。而所谓的"三顶序列法则"其实就是"估值顶—政策顶—市场顶"依次出现（见图 8-17），如上证指数从 998 点涨到 6124 点过程中出现的三顶（见图 8-18）。这个模型可以帮助你通过确定估值底顶和政策底顶来确定市场底顶，多了一个定位股指顶部和底部的工具。同时，区分了"估值底顶"、"政策底顶"与"市场底顶"，因为市场上很多人经常将"估值底顶"当成"市场底顶"，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是将“政策底顶”当成“市场底顶”，因此导致买入或者卖出太早。



图 8-16 三底序列实例

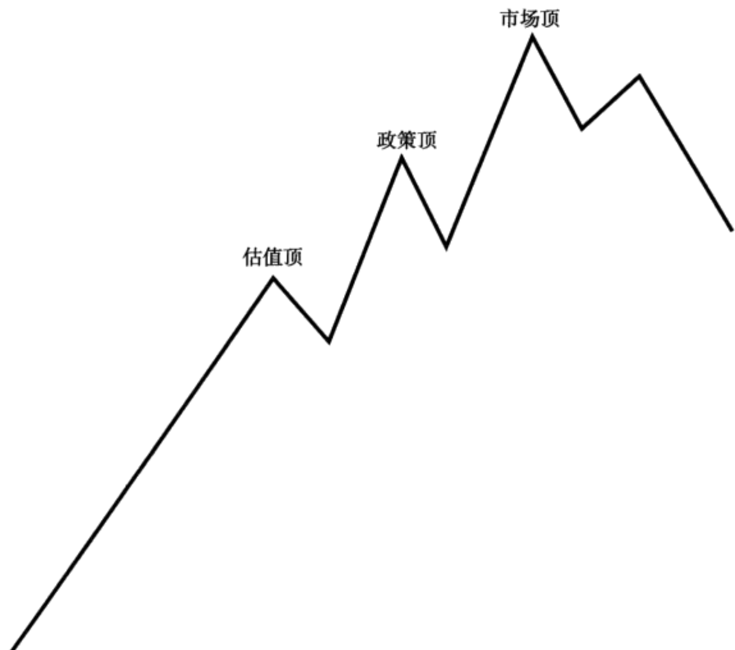


图 8-17 三顶序列模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



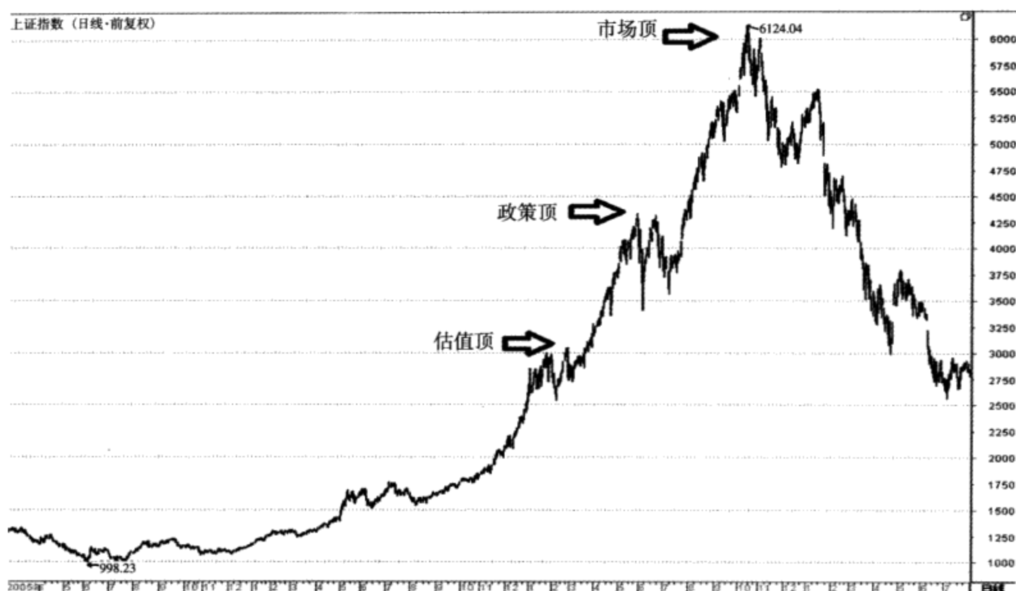


图 8-18 三顶序列实例

估值底顶按照本课开始部分的内容确定，简单而言就是市净率和市盈率；本教程第六课和第七课主要介绍政策底顶的要素，找政策底顶遵照这两课的技巧；本教程第三课、第四课、第五课和第九课主要介绍市场底顶的判断策略。

最后，我们给出一些圈内较常见的估值底顶和政策底顶以及市场底顶的判断条件以供大家参考。其中，估值底顶与政策底顶属于驱动面（基本面）确定的底顶，而市场底顶属于行为面（技术面）确定的底顶。

股市底部的驱动面特征（估值底和政策底判断）：

- 股市的市盈率和市净率均接近或者低于历史水平。
- 底部来临的时候，起码有 30%的股票跌破每股净资产，70%的股票的市净率在 1~1.5 倍。
- 萧条最好的表现就是大量的证券公司经营亏损。
- 真正有投资价值的股票的价格应该在分红收益率超过银行的一年期定期存款利率。
- 债市现券普遍出现阶段性脉冲行情，基金经理们开始一致看好国债。
- 政策转向，银根放松、扩容减速、鼓励入市、利好频出。
- 货币 M1 触底。

股市底部的行为面特征（市场底判断）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 有较长的下跌时间，在三个月以上。

● 指数有较大的下跌幅度，并且呈现至少两段下跌、一段反弹（或者横盘）。

● 每天行情中涨幅达5%以上的股票极少，而跌停的股票很多，涨幅居前的股票价格均较低，且成交量没有有效配合，具有超跌反弹的技术性质，股票上涨的持续性很低。

● 新股上市即跌破或接近发行价，不论质地好坏，新股均没能得到市场的认可，价格定位低于平时。新股开始持续跌破发行价格，新股上市首日收盘涨幅极低，有的在不久后就跌破发行价格。

● 真正好的有价值的股票已经不再下跌，转为横盘缩量整理或悄悄地走出上升通道，盘面热点板块开始出现。

● 前期抗跌各股及板块开始补跌。

● 两市的日成交量在1000亿元以下，上海的日成交量在600亿元左右，指数的技术走势极其恶劣，连破新低，但月线上的长期上升趋势仍得以保持或未完全破坏，股指在月线历史低位上得到支撑。

● 大跌后又大跌，关键阻力位及重要心理位破了一个又一个，跌跌不休。

● 大盘下跌末期，板块联动脉冲放量及轮换现象加剧，但大盘指数波动区间并不大。

● 基金折价现象普遍，尤其是市场主流基金，基金的操作理念受到普遍质疑，主流基金似乎也失去方向感。

● 总成交量持续萎缩或者处于历史地量区域。一般要经过2~3次放量大幅下跌，才会形成中期底部。

● 周K线、月K线处于低位区域或者长期上升通道的下轨 。

● 指数越向下偏离年线，底部的可能性越大。一般在远离年线的位置出现横盘抗跌或者“V”形转向，至少是中级阶段性底部已明确成立。

● 消息面上任何轻微的利空就能迅速刺激大盘走中阴线，这种没有任何实质性做空力量却能轻易引发下跌，表明市场人气已经脆弱到了极限。

● 相当多的个股走势凝滞，成交率很低。

● 主力进场表现在K线上就是阳线出现，并且数量增多，实体变大了。即阳线多阴线少，阳线长阴线短。底部就越来越近了。当一根标志性的K线出现，则意味着底部确立。

● 中级底部的时间周期特征。股市波动每每受季节性的影响，每年1月5日和7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



月 5 日附近，容易形成股市的阶段性转折点。以 2000 年、2001 年为例，2000 年 1 月 4 日沪深股市大幅上扬，确立阶段性大底，7 月见顶回落；2001 年 1 月见顶，3 月见底，2001 年 7 月再次见顶，短短 30 余个交易日下跌近 300 点，使持股者损失 20%以上。

股市顶部的驱动面特征（估值顶和政策顶判断）：

● 正面消息增多。简单地讲，就是高位一般只会出利好，目的很明确，配合主力出货。个股涨幅过大，未来价值被严重透支。

● 舆论高度唱多，消息面暖风频吹，上市公司在股票价格不断上涨的同时，经常有重大利好发布。

● 政府银根收紧，利息上涨，大量收回各种贷款，央票大量发行，准备金大幅提高。

● 政府突然出面辟谣，大声呼吁维稳，在这里大家要注意了，说的维稳其实是要让散户用钱去维稳，让“国家队”撤离。

● 利好出尽将形成头部。

● 政策亮红灯。有中国特色的股市明显留下政策跳空的痕迹，历史上重要的顶部几乎都与政策有密切关系，市场泡沫过大时上面都有明显的政策信号。

● 历史上屡次在大盘接近顶部时新股都是争先恐后地发行、上市。

股市顶部的行为面特征（市场顶判断）：

● 补涨个股全面活跃，大部分股票放量滞涨，而前期涨幅有限的股票开始补涨，意味着升势即将见顶。

● 高位巨量大阴线并配合向下的跳空缺口，这说明市场人心有变，主力在拼命出货。

● 股价大幅上下震荡。在顶部，看多者买入勇气犹在，看空者忙于大量出货，这就造成股价放量震荡。

● 重要支撑位被击穿，这说明多头主力已经无力护盘，做多信心已被动摇，无奈只有放弃。

● 利多不涨，驱动面向好的情况下，股指却只放量而不上涨，基本可确认为出货行为。

● 指数在主力的操纵下连续逼空，K 线形态组合上出现多个跳空缺口，连续涨停个股增加，引诱场外资金进场接筹。

● 上涨行情里，一直属于龙头板块的龙头个股持续下跌，因为领涨板块往往是“领头羊”，它们带头下跌了，就证明没戏了。市场无法孕育出新龙头，盘中热点散乱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多方失去号召力的品种。

● 指数的上涨，不是依靠热点板块的推进，而是借助权重股或指标股的拉高，特别应该注意的情况是当权重股不断上涨时，市场出现“二八”现象，即不足二成的权重股大涨，接近八成的其他个股下跌。

● 在大盘突然大幅跳水的时候量能放大后逐渐萎缩，大家不要认为这时是缩量整理，其实是叫做“单边交易量”，因为相当一部分高手都在卖出股票，而不再买入股票了，所以量能缩减了。

● 领涨板块领跌，比如说近期的有色金属板块大幅跳水，不顾大盘升降，而自顾自地去大幅下降，这就说明大盘涨到头了，大家可以翻看一下有色金属板块以前疯涨的股票就知道了。

● 当 K 线图在高位出现 M 头形态、头肩顶形态、圆弧顶形态和倒 V 字形态时，都是非常明显的顶部形态。

● 在 K 线图上，如在高位日 K 线出现穿头破脚、乌云盖顶、高位垂死十字都是股价见顶的信号。

● 历史上重要的顶部几乎伴随着巨大的成交量，只有连续放大量且连续数天保持高换手率，主力才能趁机脱逃。多大的量才属于见顶的量，没有绝对的标准。一般来说，随着市场规模的扩大，顶量亦在水涨船高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数动量背离法则：指数顶底背离提供参考信号

一鼓作气，再而衰，三而竭。

——《左传》

高度的背离往往是行情中转折点将要出现的信号，无论是成交量和价格的背离，还是基本面和技术面的背离，甚至市场间的背离。

——魏强斌

背离是判断股票买卖点的关键！

——马丁·茨威格

背离是金融交易中技术分析流派常用的词汇，从字面上我们也能略知一二：两样数据之间出现了相反的动向。**高度的背离往往是行情中转折点将要出现的信号，**无论是成交量和价格的背离，还是基本面和技术面的背离，甚至市场间的背离。利用“泡沫经济学”渔利的当代吕不韦——索罗斯，他的《金融炼金术》以反身性来解读信贷和管制导致的周期性繁荣和萧条，并且利用其中的转折点来盈利，笔者认为索罗斯是利用基本面背离信号进行交易的顶尖大师。在击垮英格兰银行的战役中，他明晰英镑汇率和英国经济之间的高度背离；在东南亚经济危机中，他明晰东南亚各国投资效率和股市之间的高度背离。

2007 年 10 月 15 日我们作了题为“中国式背离和经济马太效应”的内部投资前瞻报告，其中详细谈到了背离的具体运用。我们将这篇文章摘要如下：

经济背离的出现到其程度加深，这就是经济上的“马太效应”。根据历史的经验，“马太效应”在深度和广度上的极致往往是转折出现的信号。

下面从经济中的资金大量出现说起。大量的流动性可以通过经常项目下的贸易顺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



差、资本项目下的资金流入累积，而国内利率和准备金政策的宽松也同时增加着流动性。在中国，银行是所有国内流动性的总阀门，任何国际收支产生的流动性都要经由银行实现。至于为什么会形成大量的国际收支下的盈余，为什么会有宽松的信贷环境，这主要跟国内经济失衡有关，比如投资和消费、城镇和农村、官系和民营、制造业和资产（实体经济和虚拟经济）等对立方之间的严重背离有关。

大量流动性因为失衡而诞生，反过来又会进一步产生更大的流动性。**金融衍生工具其实就是金融病毒，从其发明开始就不断复制和寻找宿主，**这些病毒无疑也是流动性的主体之一。

大量流动性会产生强烈的涂尔干选择压力，也就是由于密度过高产生的竞争生存压力，大量的资金必然产生更大的逐利竞争，过剩的资金必然导致盈利的机会相对稀缺。在强烈的“嗜血”动力下，资本开始进入两个对立领域：一部分制造业和资产，也就是实体经济和虚拟经济，**笔者把房地产的价格更多地看成一种虚拟经济符号。**在制造业由于大量的资本投入，必然导致供给大于需求，于是价格产生向下的压力，市场机制发挥了作用，**趋近均衡的机制**在其中体现；另一部分资金进入资产市场，如普洱茶、房地产、股市等，资产的特点是其本身不会受到市场机制的制约，也就是会产生索罗斯所说的**远离均衡的自我强化效应，**资产价格会在资金的推动下越涨越快。一方面在均衡机制下制造业出现收益率下降，另一方面在远离均衡机制下资产出现收益率上升，这必然使得大量流动性从以制造业为主的流域转流向以资产为主的虚拟经济领域，投资为投机所主导，收益差使得两个经济领域之间的资金流动加速。**同样是流动性过剩，实体经济产生往下压力，雇员收入下降，每股盈余下降；而虚拟经济产生向上的爆发力，房价上涨，股价上涨。**实体经济和虚拟经济出现了越来越严重的背离，这意味着转折的可能性越来越大。

虚拟经济的符号价值建立在实体经济相关资产的价值上，短期内非均衡机制将主导这些符号，但是背离自己为自己埋下了结束的种子。**虚拟经济与实体经济的背离在开始会导致资金不平衡和非对称的流动，但是资金本身的有限性将导致流动的减速，这会使得背离被修正，预期大面积修正紧接着发生。**同时，还有一个主要细节就是**虚拟经济收益率的自然递减规律**：1 元到 2 元所需要的资金通常跟 2 元增长到 3 元需要的资金一样，但是后者的增长率要远远低于前者，所以为了保证收益率不变，流入的资金必须越来越多才行，而这更加速了资金的衰竭，最后调整就发生了。同时，我们要注意到除了资金流入和预期对资产价格的抑制作用之外，还有虚拟经济本身难以建立相关实体经济，这就是虚拟经济本身的最初始目的，对于股票来说，每股盈余才是其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实体经济对应的收益部分，也可以说是其投资的收益部分，这与追逐符号价值本身的投机行为相区别。**当流入资金衰竭，预期转变时，投机的获利可能破灭了，这个时候手中持有的符号的价值将完全依赖对应于实体经济中的相关收益，股票对应于 EPS（每股盈余）。对于房价这个虚拟经济符号来说，其对应于实体经济中的相关收益是个人收入，因为房子的功能在于为劳动力再生产服务，所以劳动力的收益决定了房地产价格（住房为主）这个符号。**

在实体经济和虚拟经济背离时，我们可以看到市盈率（股价和每股盈余比率，P/E）的增大，可以看到房价收入比的增大，但是如果你明白资金流必然衰竭，预期必然反转，这之后的虚拟经济的符号价值将依赖实体对应部分，那么你会确信背离将得到自然修正。**修正何时发生取决于资金什么时候出现衰竭，如国际收支项目盈余状况的改变、国内信贷开始收紧等。**

中国房地产可能出现的修正与美国目前已经发生的次贷危机有两个不同点：第一点在于风险的分布不同，美国通过证券化将国内房贷债务国际化，而中国则是直接涉及国内银行，所以中国的背离修正容易引起国内银行坏账增加，而美国的房地产背离修正则是容易引起国外金融机构的坏账增加。所以，中国的风险更为集中。第二点在于美国房贷的危机主要是由于贷款人资质的不合格，而不是像中国的大量借贷投机，所以美国房地产的真实需求程度好于中国。

投资和消费的背离主要在于国内劳工制度的缺位，同时也是由于其他一些背离引起的收入差异加大引起的。

城乡背离的形势在加剧。集中大量资源发展大城市，使得公共资源和福利在城乡分配严重失衡，农村制度革新的落后使得城乡收入进一步背离，这使得大量农村精壮劳动力涌入城市，由于劳工保障制度缺乏，加上民营经济创新受阻导致的分工不足使得劳动力出现冗余，这些导致农村劳动力在城市廉价地使用，从而导致城市建设成本下降，**大量福利经由这些精壮劳动力通过低廉劳动的形式输送到城市，**而他们的回乡养老负担又落在农村。这一来一往加剧了城乡之间的背离。最近网络上说得最多的是大学中农村生源的大幅度下降，由十年前的 60%多下降到 20%左右。这是城乡背离的新结果，也将是新背离的原因之一。

我们接着谈谈第四个背离，那就是官系和民营经济之间的背离，政府机构及其官员和裙带资本家收入的上涨与私营经济收入的下降形成鲜明对此，考公务员风潮，个体户经济严重比重下降，“寻租”风气大行其道。

背离的开始意味着修正的必然到来，不是背离自己结束就是被强制修正。有的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还给他；没有的，继续剥夺他的。

这种思路是有问题的，现在是解决这些背离的最紧迫时机了。关键还在于激励民营经济的创新性生产行为，通过民营经济吸收泡沫。

从上面这篇投资分析的摘要中大家应该可以直观地得到一个认识，那就是背离分析其实就是一种跨域分析，目的是从两个渠道得出一个更为有效的推论。一般而言的背离主要局限于价格（指数）与动量或者成交量的相互关系，但是广义上而言背离可以是基本面和技术面的背离、心理面和技术面的背离等。我们在本课重点讲一讲指数和动量的背离，这个东西可以说是技术分析的一个精髓所在。我们身边有不少技术分析做得很好的高手，当然这些人绝不是纯技术分析。这些人有一个共同的特点，那就是非常善于通过技术手段来确认市场趋势的“衰竭状态”。他们通常采用的是什么手段呢？有些采用的是所谓的角度线，有些采用的是所谓的背离技术，还有些采用的是动量指标本身或者是价格波动幅度变化。如何采用角度线去识别衰竭呢？其实就是看上涨或者下跌幅度是不是在缩减，这时候上升或者下降的斜率就会逐渐变小变平。但是，单纯采用角度线存在一个问题，因为市场的趋势运动毕竟是曲折发展的，存在“发散—收敛”的交替，角度线无法区分调整和反转，正常的调整也必然随着角度线的变平。除了角度线之外，交易者还可以直接根据价格线实体长度变化或者是诸如 MACD 柱线长度变化来识别“衰竭状态”。当然，最为普遍的手段还是背离识别。

狭义的背离主要是指价格（指数）与动量或者是成交量之间的不一致。具体而言，背离分为顶部背离或者底部背离，简称为顶背离或底背离。这里我们选定 MACD 作为具体的动量指标，当然你也可以选择其他动量指标或者是成交量。不过，圈子里头普遍看 MACD，由于采用背离分析的人相对较少，加上不是单单看技术面，所以也不存在“失效”的问题。

我们首先介绍底部背离，或者说底背离（见图 9-1）。底背离的特征有三个：第一个特征是价格（指数）形成两个阶段性低点 A 和 B，重要的是 B 点低于 A 点（或者是 B 点和 A 点位于同一水平，这就是典型的双底）；第二个特征是动量形成两个阶段性低点 A′和 B′，重要的是 B′点高于 A′；第三个特征是 A 点基本对应于 A′点，而 B 点对应于 B′。这就是底背离的典型特征，**知道是什么并不是关键，关键是知道为什么，在学习技术分析的时候这点很重要。**底背离出现在传统技术分析框架中意味着底部出现的可能性很大，为什么有这样的认识呢？底背离的特征就是价格（指数）还在创新低，但是反映价格变动速率的动量指标却在走高，这意味着下跌动量衰竭了，也就是加速度在持续变小，直到负数，最后就是反向运动。学习交易理论的时候，坚持问为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是成功的关键，否则很可能“邯郸学步”。毕竟，交易是一项竞技活动，这意味着没有永恒有效的专项技术，因为大家都在或快或慢的学习进步，技术都在不断扩散，因此搞清楚技术背后的原理比迷信和死守技术本身更为重要。底背离背后的原理就是“运动的衰竭”，这是我们敢于运用底背离的前提。

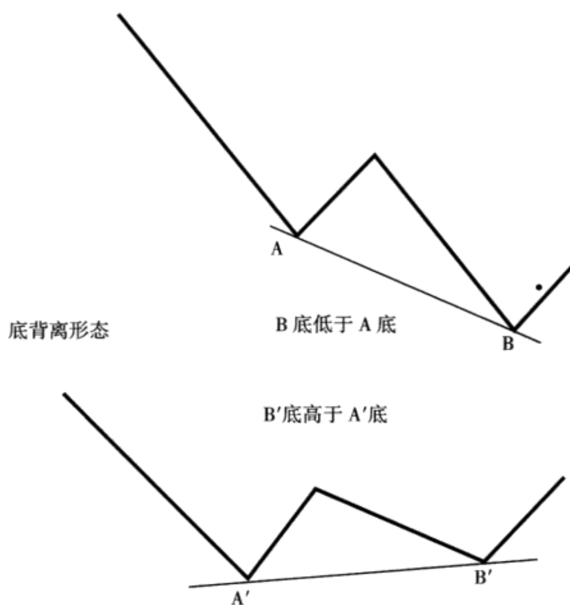


图 9-1　底背离的模型

下面我们来看一些底背离的实例。由于我们是在围绕研判 M 展开的，所以这里都是以指数的底背离为实例。当然，背离运用是丰富的，不仅指数可以用，个股也可以用；不仅股票可以用，外汇市场、期货市场都可以用。在大势研判上我们主要将背离用在日线走势上，也可以用在周线图、小时图上，任何时间框架都可以。**比较小的时间框架上运用效果稍差，比较大的时间框架上运用效果较好，这是一个技术分析中普遍存在的规律。因为在较大的时间框架上，驱动面、心理面和技术面趋向于一致，而在较小的时间框架上，三者则往往趋向于不一致。**

第一个底背离的实例是上证指数 2011 年 6 月出现的底背离，如图 9-2 所示。2675 点和 2610 点附近，指数形成两个低点，相应的 MACD 信号线形成两个低点。动量的第二个低点高于第一个低点，这就表明指数虽然还在下行，但是下跌的动量在减弱，这就表明下行运动在衰竭。此后，指数出现了回升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



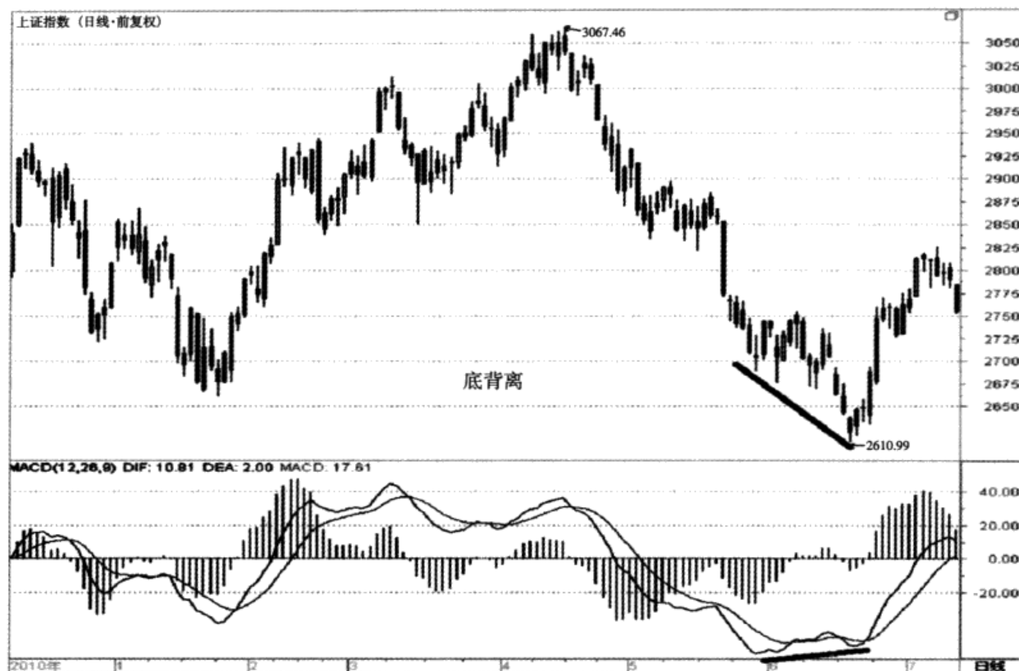


图 9–2　上证指数底背离实例（1）

第二个底背离的实例是上证指数 2008 年 9 月到 11 月出现的底背离，如图 9–3 所示。上证指数在 1800 点和 1665 点附近形成两个低点，相应的 MACD 信号线也形成了两个低点，并且第二个低点高于第一个低点。其实，可以拓展开来看一下这个底背离形成的驱动面背景和心理面背景，当时“4 万亿元刺激计划”出炉，货币政策极度宽松（这个可以参考第三课的内容，也可以查看当时 M1 同比增速的走势图），同时市场情绪也处于极度悲观状态，跌至 1000 点下方的论调此起彼伏（与 6124 点附近的“万点论”真可谓遥相呼应）。此后，指数开始逐步上涨，创业板个股几倍的涨幅比比皆是，大盘股也上涨了超过 1 倍的幅度。

第三个底背离的实例是上证指数 2010 年 6 月出现的底背离，如图 9–4 所示。上证指数在 2500 点和 2320 点附近形成两个低点，相应的 MACD 信号线也形成了两个低点。不过动量的两个低点是走高的，注意观察底背离出现之后的一个 N 字底，这个是接下来会提及的一个重点。

第四个底背离的实例是上证指数 2003 年 10 月到 11 月出现的底背离，如图 9–5 所示。指数在 1350 点和 1307 点附近形成两个走低的低点，相应的 MACD 信号线则形成两个走高的低点，这是一个相对小型的底背离，不过却很显著。技术形态上的衰竭有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 9-3 上证指数底背离实例（2）



图 9-4 上证指数底背离实例（3）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



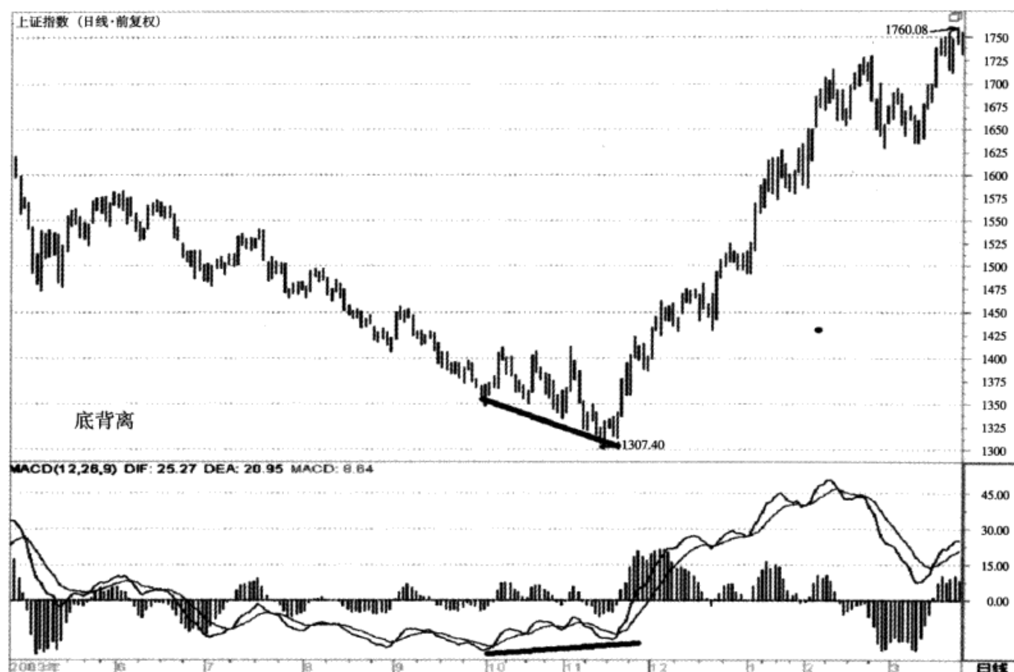


图 9-5 上证指数底背离实例（4）

这样的意味——除非基本面再出现新的重大利空因素，否则价格（指数）已经很难继续下挫，因为市场看空但是做空力量却在减弱，表明价格（指数）接近完全吸收驱动因素。经常听到这样一句话"看空不做空"，什么意思呢？其实，就是指市场情绪一味看空的时候，往往是价格完全吸收看空理由的时候，因此这时候市场继续下跌的动力其实是不存在的，所以我们就不能做空。

第五个底背离的实例是上证指数 2002 年 11 月到 2003 年 1 月出现的底背离，如图 9-6 所示。上证指数在 1350 点和 1311 点附近形成两个低点，MACD 信号线相应地形成两个走高的低点，这就是一个显著的小型底背离。

我们介绍的五个上证指数底背离实例只关注了底背离本身的一些技术特征，其实底背离还可以和 K 线形态结合起来观察，因为在底背离两个低点附近往往出现 K 线的看涨反转形态，比如早晨之星等往往会出现在底背离的最低点附近。另外，头肩底和双底与底背离也有比较密切的关系，具体而言就是双底是一种价格企稳而动量线往上走的形态，而头肩底的左肩和头部与动量走势往往构成底背离。

K 线和大型技术形态（如双底和头肩底等）与底背离可能同时出现，这些提高了底背离信号的可靠性，但是这些都属于技术面（市场行为面）方面的信号，交互验证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



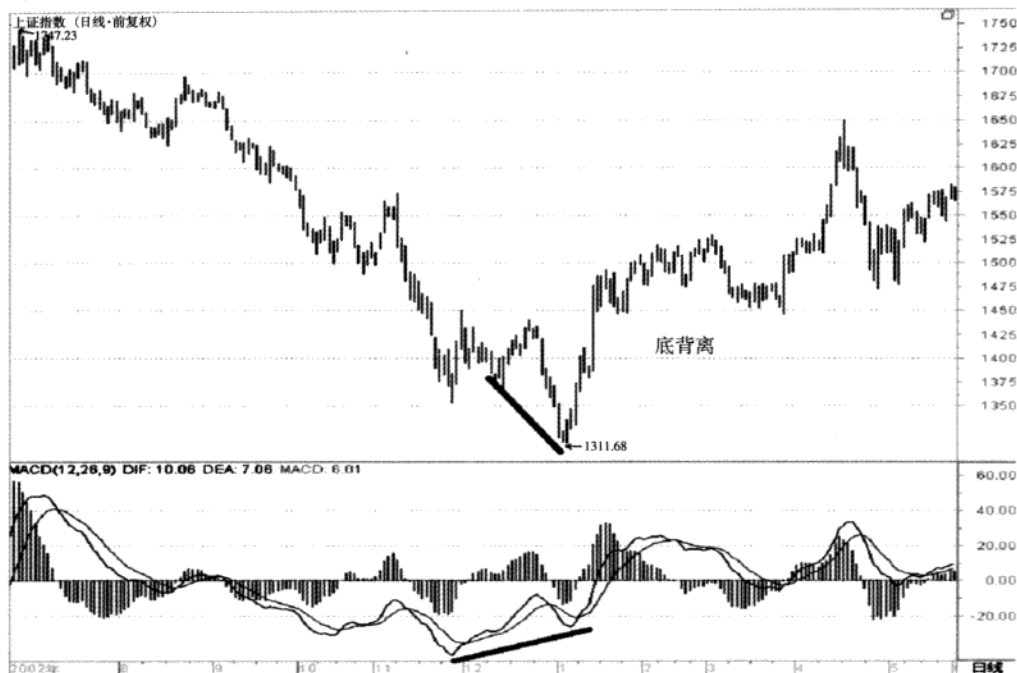


图 9–6 上证指数底背离实例（5）

的效力不是很高，因此要真正提高底背离信号的效力，应该从驱动面和心理面入手寻找加强信号。根据多年来在股票市场上的分析和操作经验，特别是在 A 股市场上的经验，我们发现大盘指数底背离这个行为面的信号往往与四个指标信号一同出现（见图 9–7）。底背离同时出现了这些信号中的绝大多数则表明此处是底部的可能性很大，这还是一个概率问题，涉及仓位的配置。注意我们这里还是围绕 AIMS 框架中的 M 展开的，不涉及个股的配置。

第一个指标是大盘估值水平（这个指标的详细运用参考本教程第八课的讲解），主要是看整体的市净率和市盈率。根据历史来看，如果 A 股整体市盈率低于 20，或者市净率低于 2，则见底的可能性很大，当然这里还涉及估值底、政策底和市场底的先后顺序，估值底出现了并不意味着市场底马上出现，不过如果估值底出现后出现了底背离，那就提高了市场底出现的概率。

第二个指标是市场情绪指标，主要是看主流媒体和论坛、博客等情绪变化，以及成交量开户数目等变化（这个指标的详细运用参考本教程第四课的讲解）。看市场情绪的方法很多，比如关注一些人情很旺的死多头或者死空头的博客，关注几大财经门户网站的舆论风向，关注论坛散户们的舆论风向，看看中登公司的开户人数走势，看看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



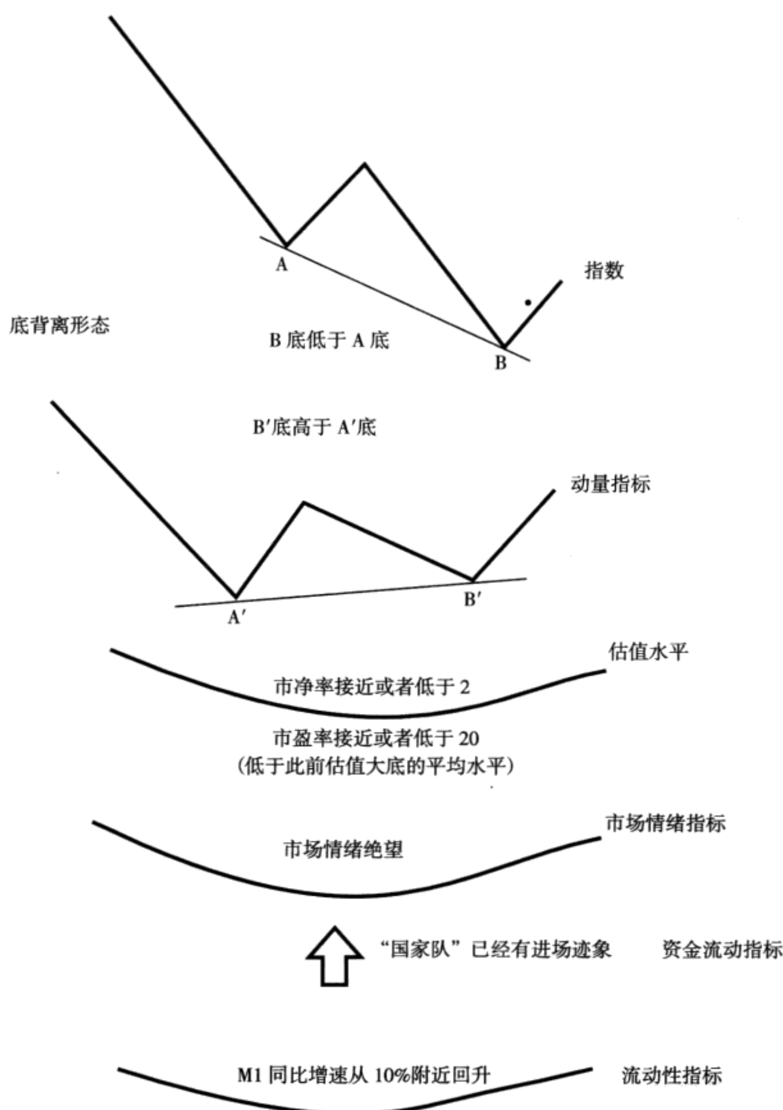


图 9-7 底背离形态与心理面和基本面信号的同步性

公募基金的仓位水平，看看成交量的情况、央视股市情绪调查、百度股市多空关键词搜索走势等。这个领域其实被关注得很少，对于个股走势分析而言意义不是很大，但是对于把握整个股市的趋势还是比较有用的，不是有一句老话吗——“牛市在绝望中开始，在怀疑中发展，在狂热中见顶”，这其实就是讲情绪。整个市场的情绪处于绝望，这才是符合见底的要求，如果很多人都认为这是底，都去抄底，这怎么可能是底呢？**底的形成并不是买的人多，而是基本没有人卖了；同样顶的形成并不是卖的人多，而**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是基本没有人去买了。成交量地量与底背离的出现关系较为密切，这点大家需要放在心上，当然地量的出现未必一定是市场底，所以需要多重验证。底背离出现了，这表明指数下跌衰竭，如果这时候市场也早已对回升死心，市场一片绝望之声，那么情绪指标与底背离就是相互呼应了，你抄底的胜算又提高了两成到三成。

第三个指标是资金流动指标，主要看汇金和社保基金等“国家队”资金的大动向（这个指标的详细运用参考本教程第七课的讲解）。A 股市场不能否认的一点是“国家队”是最大的参与者，这场博弈你想要分得一杯羹，不关心最大的参与者怎么可能做到。底背离出现之前，往往“国家队”可能已经介入了，这时候你可以看进场的资金量，如果资金量很少，那么可能是做给市场其他参与者看的；如果资金量很大，那么就是真有机会了。

第四个指标是流动性指标，主要看 M1 同比增速变化情况（这个指标的详细运用参考本教程第二课的讲解）。A 股市场上一个历史规律是 M1 同比增速低于 10%后回升，意味着筑底成功。如果你从 A 股指数上看到了技术性背离，同时 M1 同比增速也从 10%逐步回升，那么市场底出现的可能性就非常大了。流动性是一切金融交易的活水源头，没有它出不了大行情，有了这个源头，资产价格就可以被吹上天去了，君不见普洱茶、房地产、古玩等被爆炒的时候是流动性在“幕后操纵”吗？**不懂流动性你在战略上输了，不懂市场预期与情绪你在战术上输了。**短线交易中，如果你在战略和战术上都输了还能指望技术分析和仓位管理创造奇迹吗？

底背离出现了，并且得到了四个信号中的若干呼应，那么这个时候是不是就能够断定大盘趋势向上了呢？单就指数而言，现在是不是一个好的入场时机？按照我们的经验而言，还需要一个进一步确认的信号，这就是 N 字底在背离之后出现（见图 9-8），这个 N 字底与之前的指数底背离走势结合起来就成了头肩底。在第五课中我们详细介绍了 N 字结构和 2B 结构，它们是道氏理论确认趋势开始的最关键技术要件。在底背离和若干非技术面信号出现之后，如果出现了 N 字结构（在少数情况下是 2B 结构），那么这就是一个天赐良机，研判准确率超过 90%。

我们来看一些具体实例，这些实例的选取与本教程其他实例一样，信手拈来而言，并非苦心捏造或者穿凿附会而来。第一个实例，见图 9-9。上证指数在 1350 点和 1307 点之间与 MACD 形成底背离格局，底背离之后上证指数形成 N 字底部。**底背离表明下跌力量衰竭，N 字结构表明上升力量经受住了一次回调考验，上升态势确立。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



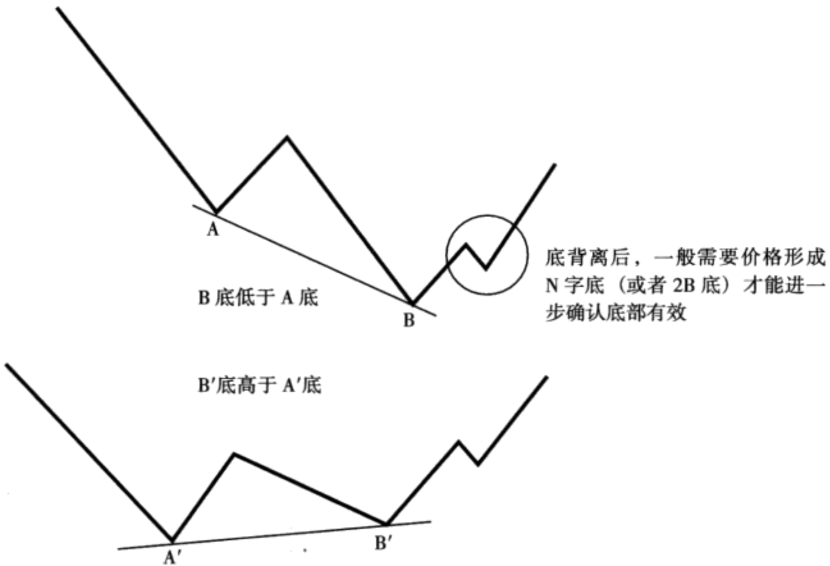


图 9-8 N 字底进一步确认底背离信号

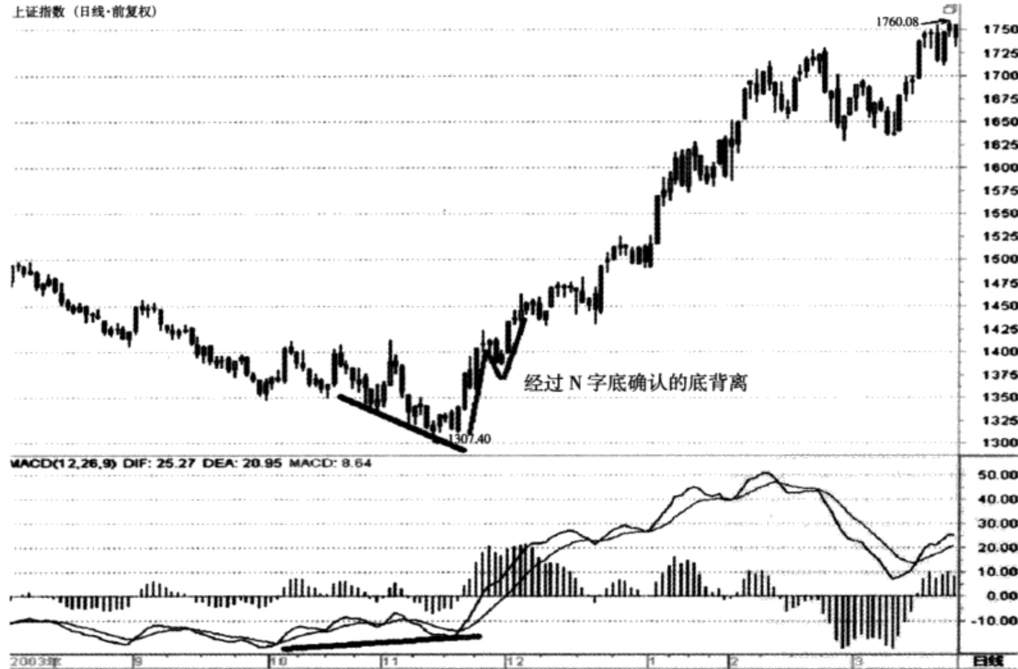


图 9-9 上证指数底背离经过 N 字底进一步确认实例（1）

N 字本身也存在较为多样化和复杂化的情况，比如多重 N 字，这种情况其实是加强了信号本身，如图 9-10 所示。上证指数先是在 1800 点到 1664 点附近形成了一个底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



背离，这就意味着下跌动量衰竭了。紧随其后的是指数上升，然后回调，接着突破创回升新高，这就确认了向上的态势。当然，这个 N 字底其实是复合结构，因为 N 字当中含有 N 字，小 N 字底构成了大 N 字底的第一波上升。在实际研判中，第一个 N 字底出来就可以动手了，后面的 N 字底只是给了加强信号和提供了加仓的机会。

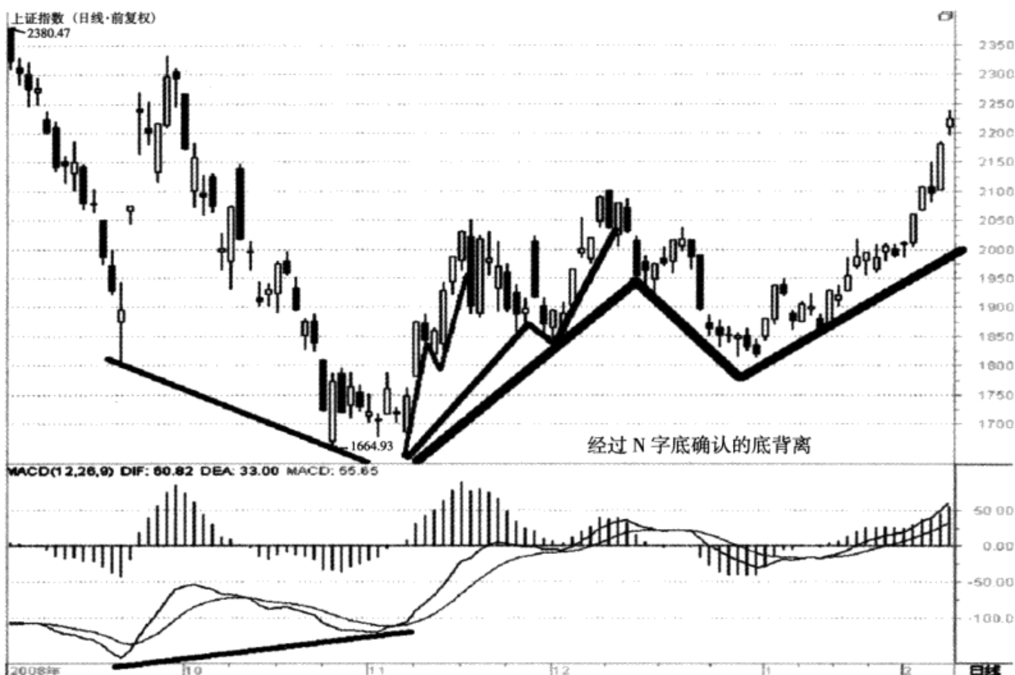


图 9–10　上证指数底背离经过 N 字底进一步确认实例（2）

上证指数目前代表大盘股，我们来看代表小盘股的中小板指数的例子。第一个例子见图 9–11，该指数在 2008 年 10 月前后形成了底背离，较为显著，而且还是一个复合的底背离，也就说背离了两次左右（三个低点）。此后，股价形成向上 N 字（N 字底），这就进一步确认了底背离信号。第二个中小板指数的底背离加 N 字底进一步确认的例子比较清晰。指数先在 4900 点附近见低点，然后反弹，接着继续下跌创出新低 4564 点，接着回升，而相应的 MACD 信号线却逐步走高，这就构成了一个底背离，意味着虽然指数还在下跌，但是下跌动量在减弱。接着，指数回升走势出现回调，然后创出新高，这就是 N 字底形成了，按照“突破而作”的趋势跟踪理念，这就是一个买点了。当然，我们不是纯技术派，所以不会简单地根据所谓一个突破来进行操作，要综合、互相参考，这是我们做股票的一个基本理念。有了底背离，如果流动性（趋势性回升）和市场情绪（绝望）两个因素配合，那么出现了 N 字底我们肯定是要动作了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



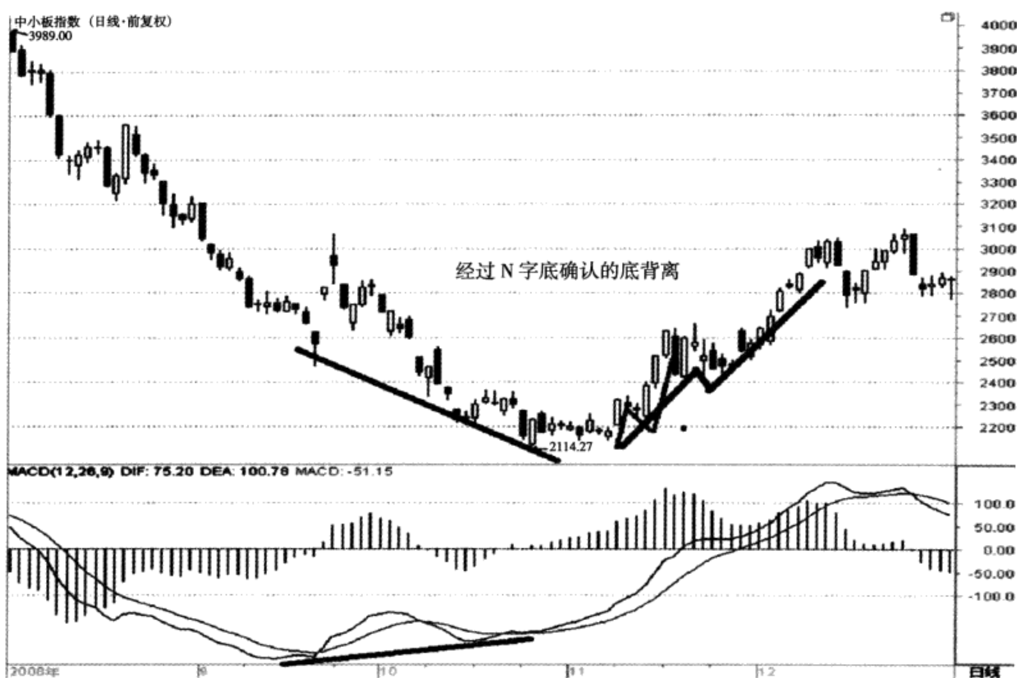


图 9–11　中小板指数底背离经过 N 字底进一步确认实例（1）

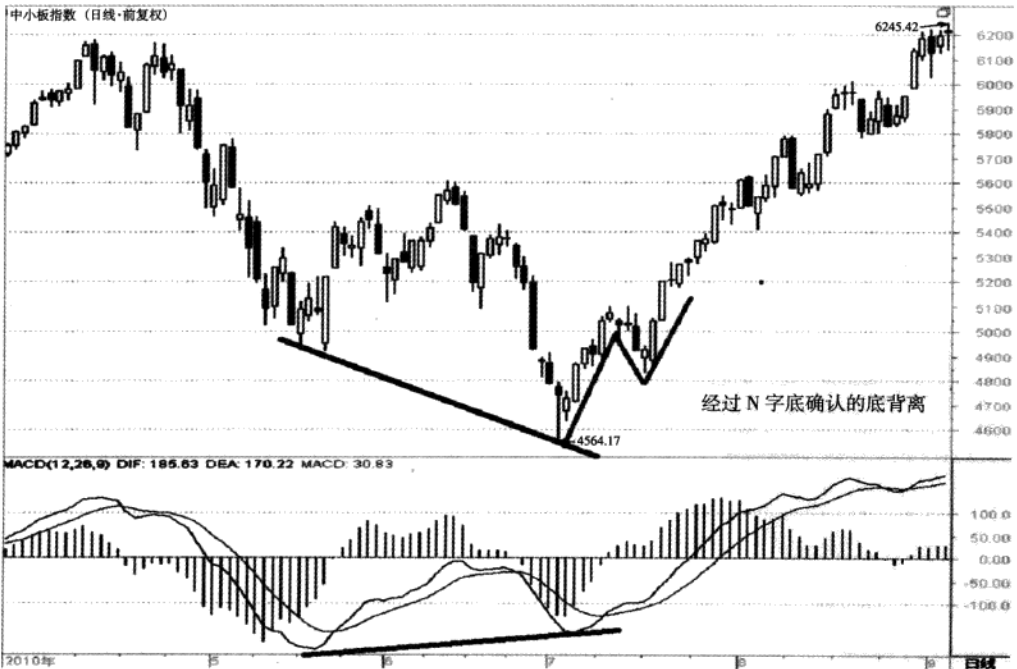


图 9–12　上证指数底背离经过 N 字底进一步确认实例（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何动作呢？挑板块，选个股，进去捞钱，后面的事情就不是本阶段课程要讲的内容了。**先学会看大盘，格局明白了，胸有成竹，还没有下手你就胜了六成。**不知道何谓格局，不知道如何看格局，匆匆忙忙围绕着个股，围绕着K线去打转，是南辕北辙的做法，越走越远。

底背离有什么样的特征？如何在指数上去识别这些特征？怎样通过基本面和心理面提升底背离信号的有效性？下手前如何进一步确认底背离信号？这些我们都详细地介绍给大家了，下面同样按照这个顺序给大家介绍顶背离的这些问题，当然就要相对简单一点了，避免重复和废话。顶背离与底背离就是对应关系，你知道了底背离，稍加推断就可以明白顶背离是怎么回事了（见图 9–13）。

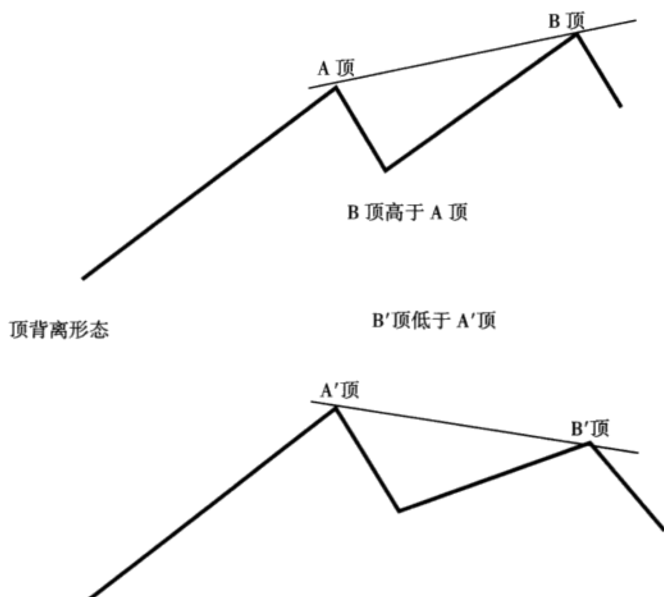


图 9–13 顶背离的模型

顶背离是指数（价格）出现两个高点 A 和 B，B 点高于 A 点（至少一样高，这样的话就是双顶了）。与 A 和 B 点相应的是动量指标 MACD 信号线的两个高点 A′和 B′，重要的是 B′一定要低于 A′，而且是越低越好，这样表明上升动量衰竭得很厉害。

顶背离在指数走势的转折点略见不鲜，请见图 9–14 到图 9–18，这是五个不同时期上证指数的顶背离实例，之后指数都出现了不同程度的下跌，当然这里只看到了技术面，如果你能结合我们提到的驱动面和心理面因素进行分析，就可以提高判断下跌幅度的准确率，真正的大顶必然具有流动性和市场情绪方面的显著顶部特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 9-14　上证指数顶背离实例（1）

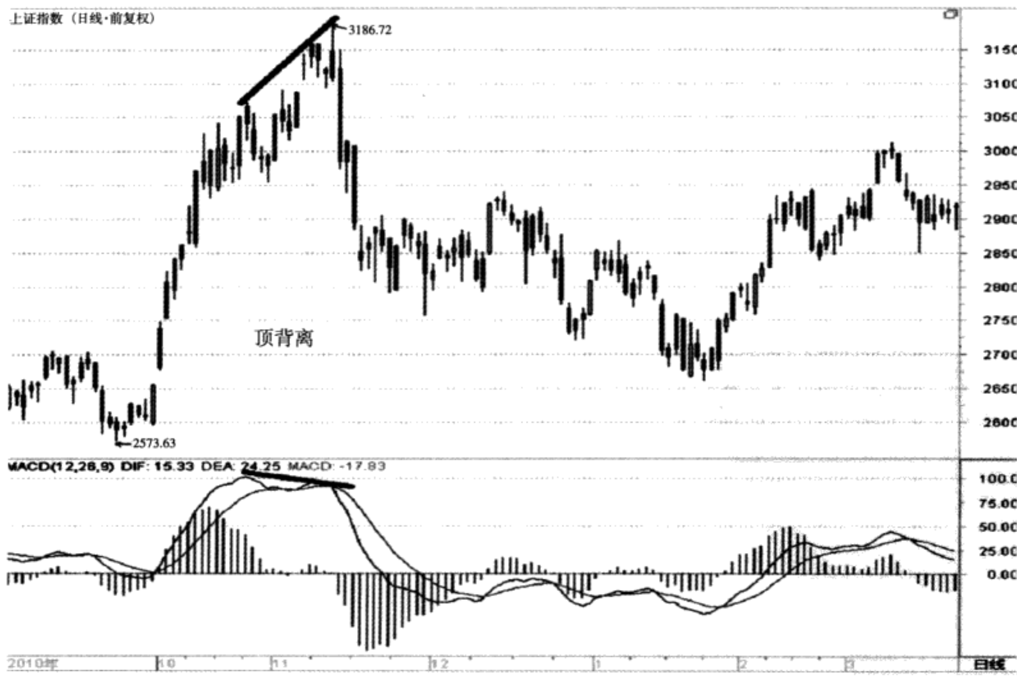


图 9-15　上证指数顶背离实例（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



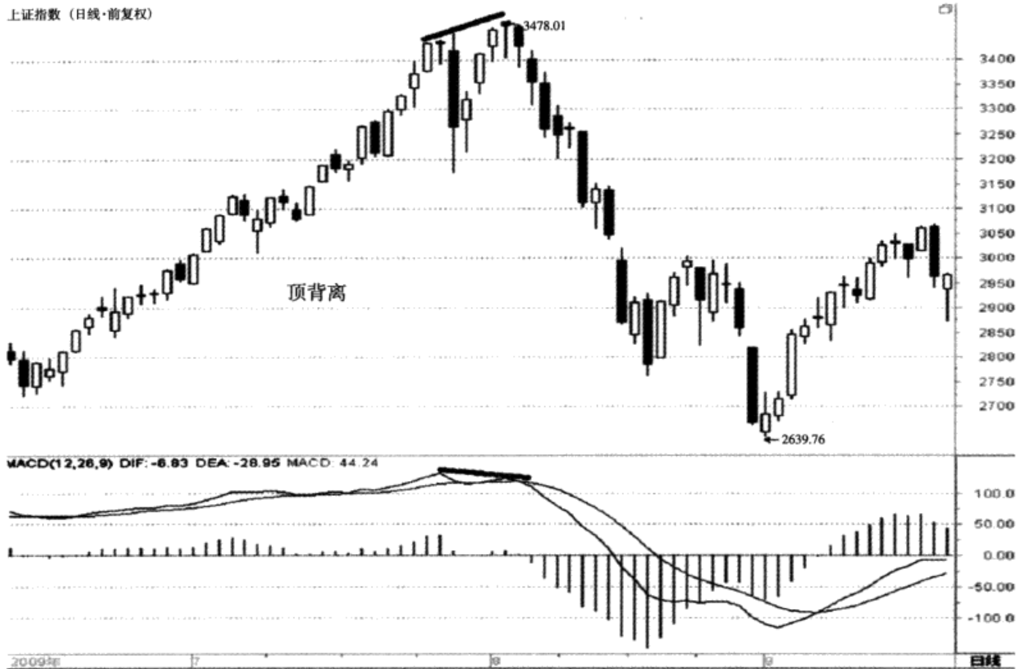


图 9-16 上证指数顶背离实例（3）

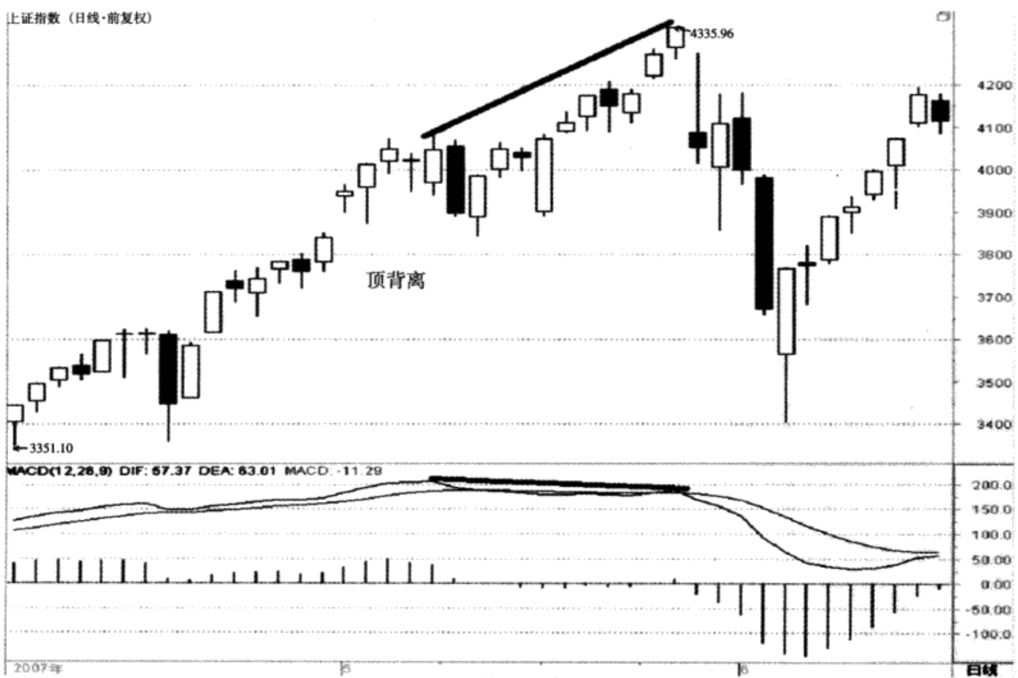


图 9-17 上证指数顶背离实例（4）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

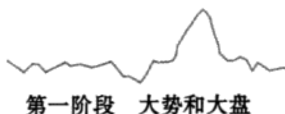




图 9-18 上证指数顶背离实例（5）

所以，你要想判断一个顶背离是不是能够成为一个大顶，并不是单单靠“金融玄学”就能获得成功的，当然所谓的主流技术分析也不可能做到，这个需要你结合基本面和心理面来研判才行。当然，综合研判不是说毫无重点、撒大网，我们提供的这些综合研判要点都是圈内人的经验精华所在，虽然不说囊括所有，但是 70%肯定是有的，所以希望大家认真对待，珍惜这些东西。顶背离的综合研判与底背离基本一致，主要还是看四个指标（见图 9-19）：第一个是估值水平，市净率超过 4 或者是市盈率超过 40 之后如果出现了顶背离，那么这个顶背离的有效性就要比市盈率在 25 左右出现顶背离的效力更高。第二个是市场情绪指标，通过各种媒体，广发收集舆论动向，是不是出现了极端乐观的情绪，连你自己都开始受这种情绪的影响了，成交量是不是出现了天量。如果情绪极端乐观，指数却出现了顶背离，那就意味着“看多不做多”，上涨后续乏力了。第三个是资金流动指标，主要还是看“国家队”的动向，为什么中登公司的开户数不作为资金流向指标呢？这是一个散户情绪指标，跟着指数走，是一个滞后指标，指数涨开户的人就多，指数跌开户的人就少。反而是“国家队”的动向真正是一个先行指标，往往在顶背离完全形成之前“国家队”就已经开始退出了。第四个是流动性指标，这个指标应该是四个指标中最关键的一个，主要看 M1 同比增速，同比增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



速超过 20%就要注意了，这时候指数出现了顶背离就是重大的见顶信号。

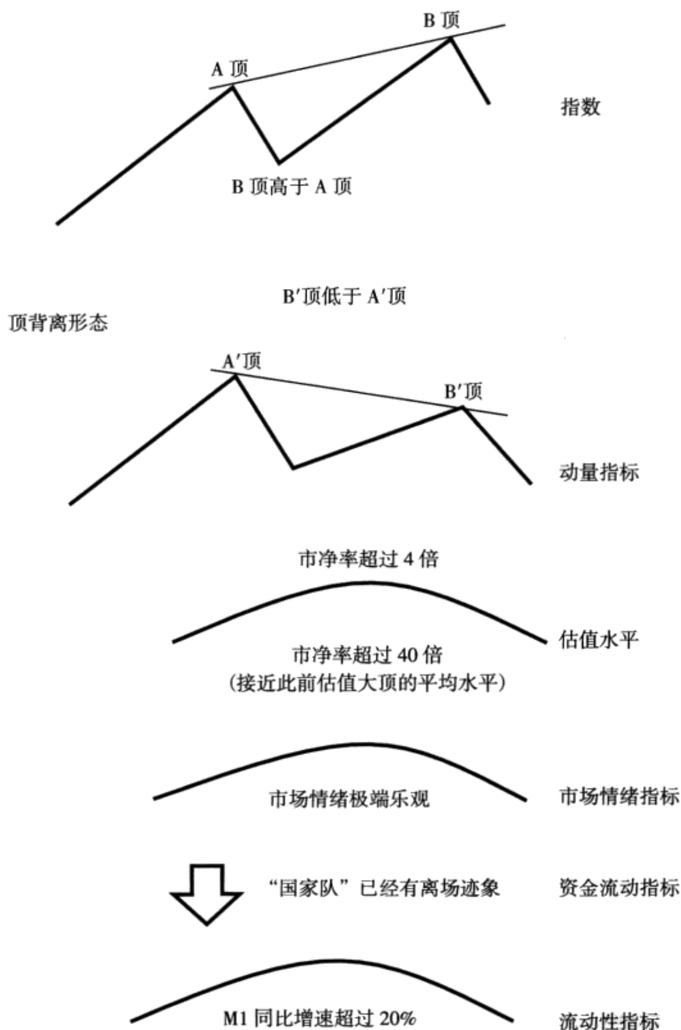


图 9-19 顶背离形态与心理面和基本面信号的同步性

技术面的顶背离加上基本面有估值和流动性见顶信号，心理面有情绪狂热和“国家队”退出的信号，这些表明是很重要的信息，但是何时确认趋势向下呢？可以通过 N 字顶来进一步确认（见图 9-20）。顶背离出现之后，再接一个 N 字顶，这样就构成了一个头肩顶。当然，除了 N 字顶之外，也可以接一个 2B 顶来确认，这就要求创新高，也就是超越 B 点，然后跌到 B 点之下，形成“多头陷阱”或者我们所谓的“败位”，即突破失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



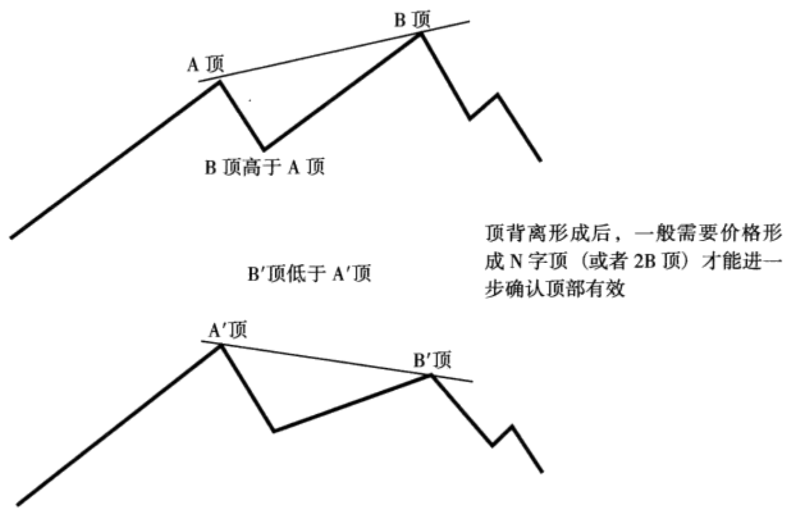


图 9-20　N 字顶进一步确认顶背离信号

我们来看一些具体的例子，第一个例子请见图 9-21。上证指数在 2245 点附近形成顶背离，然后形成 N 字顶或者说向下 N 字。这个 N 字就进一步确认了顶背离的信号，可以作为入场的信号。如果说顶背离还是一个提醒信号的话，那么 N 字结构则是确认



图 9-21　上证指数顶背离经过 N 字顶进一步确认实例（1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信号或者进场信号。这里有必要对信号进行分类，**在市场中我们首先见到提醒信号，接着是确认信号，最后是交易信号**（这个信号分级体系是我们在 K 线信号中发展出来的，具体的内容可以参考《黄金高胜算交易》一书第一章“形态敛散分析理论”）。

第二个向下 N 字确认顶背离的例子见图 9-22，可以看到指数在 2114.52 点之前虽然一直在上涨，但是对应的 MACD 信号线却未能跟随创出新高。顶背离出现之后指数就在形成 N 字顶过程中，向下 N 字形成之后指数见顶就真正被确认了。第三个例子是创业板指数，见图 9-23。第四个例子则是利用 2B 顶来确认顶背离信号，见图 9-24，其实顶背离出现后，指数创出新高后回落，就是 2B 顶了。2B 结构的相关结构可以参考本教程第五课的内容，这里不再赘述。不过要提醒大家的是 2B 结构只能用在大幅上涨或者下跌之后，同时最好借助于基本面和心理面的交互验证，否则仅仅凭 2B 结构进场胜算率很低。现在的市场运动不再像杰西·利莫佛时代一样简单——当时“肯定”式的突破占绝大多数，也不会像 20 世纪 90 年代那样一味反向——当时“否定”式的假突破经常出现，现在的市场往往喜欢走“否定之否定”式突破，突破后失败，然后再突破，所以基于假突破的 2B 结构也容易失效，这点大家要注意。

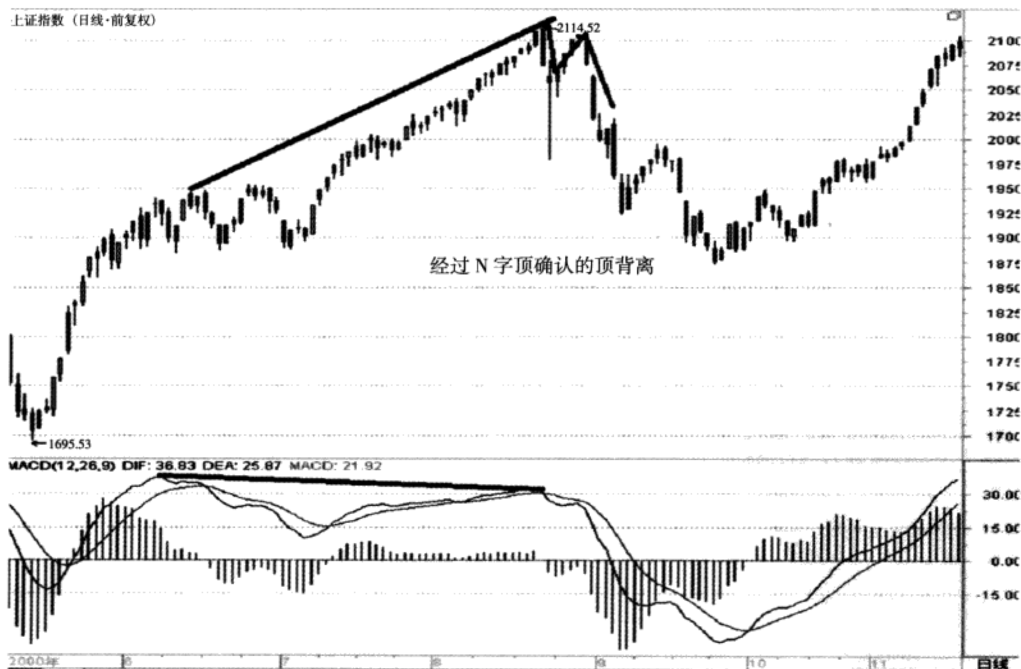


图 9-22 上证指数顶背离经过 N 字顶进一步确认实例（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 9-23 创业板指数顶背离经过 N 字顶进一步确认实例

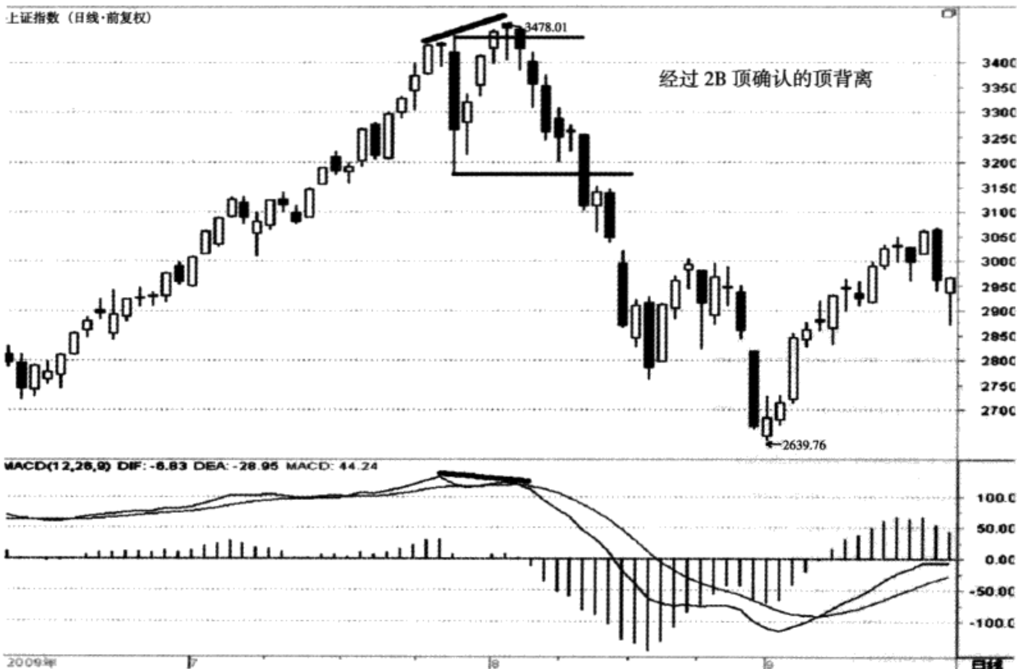


图 9-24 上证指数顶背离经过 2B 顶进一步确认实例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在本课当中，大家要从最常见和最简单的指数与动量背离入手，从中明白“逐渐衰竭”的本质，然后将这一思维进行拓展，上升到广义背离的层面。当然，关于广义的背离我们在本次授课中就不深究了，大家可以根据前文这篇报告摘要自己揣摩，重点是将指数和动量的背离掌握透彻，能够对指数的转折有一个有效的把握。在 AIMS 框架中，M 大势的分析是非常重要的，从第一课到第十课我们都在围绕 M 展开，而从行为面（技术面）把握 M 的课程主要是第三课、第四课、第五课以及第九课。当然，站在技术面的角度来分析 M 的时候，一定不要忘了驱动面和心理面的工具，综合、互相参考、相互验证，才能极大地提高胜算概率和盈利幅度。在本课当中，我们就简单提示了如何将技术背离与流动性（第二课介绍的主题）、估值水平（第八课介绍的主题）以及市场情绪（第七课和第十课介绍的主题）结合起来观察，并且介绍了如何利用第五课介绍的 N 字结构来进一步确认背离的有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场心理法则和各种魔咒：反常者赢与一叶知秋

当所有的市场参与者都赚钱或者亏钱的时候，就是市场反转的时候。

——江浙某私募人士

当所有人想法都一样的时候，往往可能是所有人都错了。

——卡尔·福迪亚

牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在亢奋中死亡，最悲观的时刻恰好是最佳的买进时机，最乐观的时刻恰好是最佳的卖出时机。

——约翰·M.邓普顿

情绪化的时候永远不要做出投资决策，相反你应该充分利用别人因为鲁莽而出现的判断失误。

——约翰·C.邓普顿

如果它是显而易见的，那么它就是显然错误的。

——约瑟夫·格兰维尔

当人们都为股市欢呼时，你就得果断卖出，别管它还会不会继续涨；当股票便宜到没人想要的时候，你应该敢于买进，不要管它是否还会再下跌。

——伯纳德·曼恩斯·巴鲁克

查理·芒格是真正的交易大师（或许某些人会说我们竟然不知道查理是投资大师，胡诌成交易大师，其实正说明你没有搞清楚交易的含义），因为他明白**多维度观察事物**的重要性，与此同时他还知道**逆向思考**的巨大价值。在这个市场上大家都想要赚钱，短线交易是典型的零和博弈，但是却不太容易为一般散户看透。在这个市场上**最大的忌讳就是假定自己比对手占优势。**要建立自己的优势而不是认为自己具有优势，在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个市场上的新参与者没有任何优势，你只有抱着这种态度才能真正建立起优势。聪明的人很多，有钱的人也不缺，这个市场上缺的是真正的优势。绝大多数人都不具备的态度和行为才可能是你的优势。盲目从众可以保证你在企事业岗位上苟且过了这一生，但在金融市场当中你可能半天都没法度过。因此，勤奋地独立思考是我们取胜的唯一前提。

如何独立思考呢？首先要与大众保持距离，要**旁观大众的思想和情绪。不符合常人的思维才能克敌制胜，否则就是为主力接货的对手盘。牛市在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在亢奋中死亡。最悲观的时刻恰好最佳的买进时机，最乐观的时刻恰好是最佳的卖出时机。**这个悲观是大众的悲观，是常人的悲观；这个怀疑是大众的怀疑，是常人的怀疑；这个乐观是大众的乐观，是常人的乐观；这个亢奋是大众的怀疑，是常人的亢奋。反常者才能在最悲观的时候买入，在怀疑的时候持有，在最乐观的时候卖出。

一位在某证券营业部外面守自行车的老先生一直是股市的常胜将军，此前他的方法主要就是每天数停在营业部门口停放的自行车的数量，日均少于 10 辆自行车的时候就买入，日均多于 100 辆自行车的时候就卖出，这其实就是在通过自行车在营业部前的停放数量来判断大众的情绪。当然，不是最悲观的时候不一定是买入时机，不是最乐观的时候不一定是卖出时机，这个“最”才是进出场的最佳时机。生活中，群体压力和社会化会驱使我们对群体百依百顺，死要面子活受罪是典型。别人的消费水平和衣食住行都会对你形成强大的驱动力，大家都装了同样的价值判断系统，大众的意见取代了自己的独立判断。但是，如果你想要在股票交易中占据赢家的席位就必须注意观察大众最恐惧和最兴奋的情绪所在，这是最大的机会。在短线交易中，大众情绪也会极端波动，而这往往为主力所利用，**题材引导行情的过程就是主力利用大众情绪打猎的过程。**只要存在高胜算的机会来利用大众的无知和情绪化，主力就会当机立断，立即出手（见图 10-1 和图 10-2）。作为一名股票交易高手，市场上存在大量情绪化的短视交易者其实是为你的生存提供机会。

虽然我们会在本教程的第十三课和第十九课谈到主力借助外部条件来运作个股，但是为了让大家对“反常者胜”的原理有更深入的了解，我们有必要知道主力大致是怎样借助外部条件来运作个股的，因为这个过程其实解释了为什么“反常者胜”。在这个市场上声音最大的其实是散户，你在市场中满耳所闻都是散户的声音，媒体引诱和迎合散户，散户得到的信息往往也是最被熟知的部分。**主力的运作简单而言就是两个问题：第一个问题是如何低位得到筹码；第二个问题是如何在高位派发筹码。**要解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 10–1 主力利用“大力发展文化产业政策”题材打猎

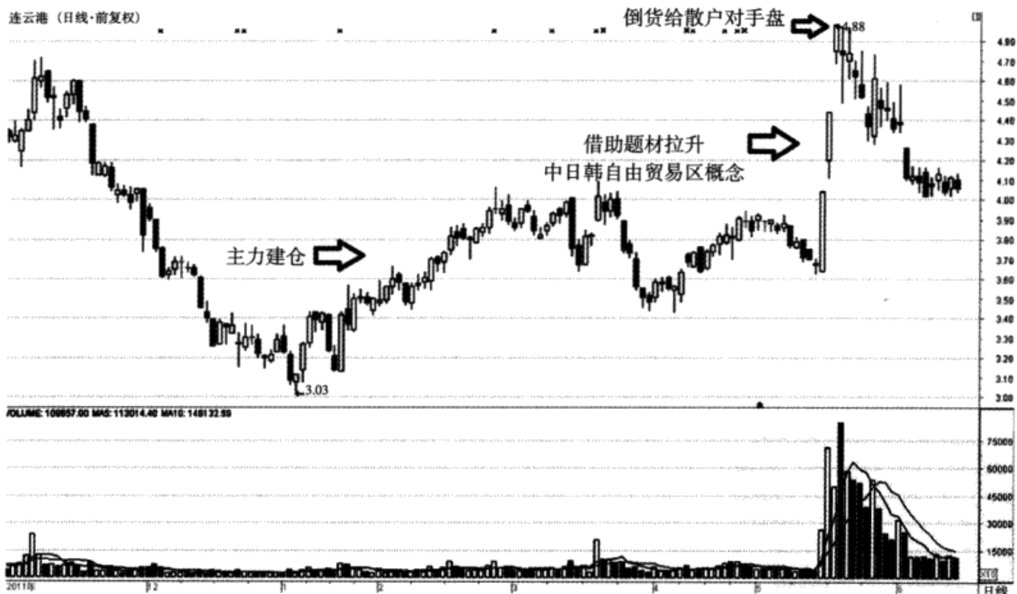


图 10–2 主力利用“中日韩自由贸易区”题材打猎

这两个问题，就需要有足够的对手盘愿意在低位将筹码卖给主力，同时也要有足够多的对手盘愿意在高位将筹码从主力手中接过来。这个世界中，除了修行人能够完全放弃个人利益，有谁会为主力的利润承担亏损呢？即使有，其数量也不够充足。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主力就必须用这一招：让对手盘做不利于本身的事情就必须欺骗对手盘，**让对手盘“认害为利”。**主力的运作可以说是洗脑术，利用看似有利的表象来误导市场大众。首先，**主力如何低位得到筹码呢？具体的做法其实就是三种：第一种是借助于利空的题材，**市场大众的特点就是不顾发展，只顾眼前，也不管市场价格是不是已经通过充分下跌吸收了这些利空题材，只要是利空的题材就会“机械式地做空”。主力总体而言就是利用人的本能反应，这就好比人身上有某些特定的按钮，你按下去就会做出特定的反应。骗子和营销人员，乃至政治家都经常“按下按钮”来操控别人。如果一家公司经营得很好，股价走势也平稳，技术走势也没有看跌的迹象，那谁愿意将股票卖出。没有人卖出，主力就很难吸纳到足够的筹码，当然将股价拉起来看抛盘够不够毕竟是风险太大的做法，拉高来获得足够的对手盘不是明智主力所为，树大招风，这样做散户和其他主力都看得清楚。**第二种是消耗士气法，**散户的心是浮躁的，**大众就是一群乌合之众，**这是社会心理学家古斯塔夫·勒庞讲的。散户缺乏耐心，也缺乏信心。股票买进去之后老是不涨，就容易卖出，所以主力可以通过维持股价长期低位的方式来吸纳足够的筹码。这就是主力的持久战，这类主力深谋远虑，不是简单的股价翻番就能够满足的。对于短线交易者而言，这种主力介入的个股不是较好的标的，我们更喜欢前者。对于主力主控操盘手而言，这种做法对资金性质要求很高，因此一般都是采用第一种方法建仓，比较快速而且隐蔽，同时也比拔高建仓这种方法强。**第三种则是技术图形诱导法，**有快速打压法，让持股的散户丧失信心，形成较强的下跌预期，这些可以通过价量图形来获得，当然指标也在其中起辅助手段。拔高建仓也属于这类方法，但是拔高建仓如果不能做到**“围城效应”**，也容易形成问题。如果拔高后，持仓的散户不出，那么主力就容易帮这些筹码抬轿子，由于他们持仓成本很低，跟主力差不多，那么拉升后这些筹码就成了主力的负担。另外一种情况是，拔高后持币的散户不进来，那么主力就不容易提高散户的平均持仓成本，拉升起来也费劲。所以，拔高建仓必须制造强烈的围城效应才行，具体而言就是持币的散户急于进来持股，而持股的散户急于卖出兑现为货币。

主力如何低位吸筹？第一是利用利空题材；第二是通过低位长时间横盘消耗散户士气；第三是利用技术走势诱骗散户交出足够的筹码。那么，主力如何在高位派发筹码呢？其实，要完成高位派发就必须先将股价省力地推升到高位，这个过程就是**借力的过程**。主力如果全靠自己的力量来推升股价，那可能就面临筹码都到自己手里的窘境，但是如果散户手中的盈利筹码太多也会造成高位派发困难的问题，那时候散户和主力一起跑，散户当然比主力更容易出逃了。因此，**推升过程的最大原则就是“最省**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



力原则"，要做到这点就要不断让散户提高持仓成本，就要提高换手率，让持股的散户急于兑现利润，让持币的散户急于进场，也就是前面提到的"围城效应"。要做到这点就要"胡萝卜加大棒"，通过"上涨—调整"的交替来制造"围城效应"，上涨的目的是吸引追高性买家，调整的目的则是制造恐慌性卖家。这样很多散户其实就会买在高点卖在低点，看对趋势但是却赚不了钱或者是赚个小钱。这样新的散户就进来替换了旧的散户为主力站岗，这样反复几次，散户的平均持仓成本就上升了，散户的心理是赚了才会卖（"倾向性效应"）。因此，主力可以在高位利用这种心理获得更加充分的出货时间，因为高位进来的散户往往不会及时止损，而是寄希望于股价像前几次一样调整后继续上涨。

绝大多数时候，**为了让推升更省力一些，主力还会利用利好题材的逐步释放来完成。**简而言之，**主力推升有两招：借力于利好逐步释放**（广义而言应该是背景，包括题材、大盘、技术走势、盘口等）**和"围城效应"**。在这个过程中，市场大众，也就是散户的行为也是"正常"的，见到利好就追进去，见到上涨就买，见到调整就坚持不住了，赚点小钱或者平着就卖出去了，"截短利润，落袋为安"这种普遍心理在这个阶段体现得最为充分。

那么，**主力高位具体如何完成派发呢？高位派发完成利用了与建仓类似的手法：第一是借助于利好派发，**往往是利好基本兑现就是主力派发的高潮，除了利好题材，还可能利用拉升股指来掩护个股出逃的方法。**第二是利用散户"要赚了才出"的典型心理，**通过维持散户的"期待心理"来防止下跌过程中散户抢着出货。**第三则是利用技术图形来欺骗散户，让他们看到经典的继续上涨的技术走势。**

当主力也是一门技术活，运作股票需要与散户和其他主力斗智斗勇，所以主力当失败的也大有人在，从这个角度来讲，**仅是判断主力的意图还不够，还要判断主力的实力。**而且，主力现在也分多种，除了游资这种常见的主力之外，QFII 也精于上述运作套路，**通过发布报告来制造对手盘是 QFII 惯用的伎俩。**而公募基金则往往跟散户差不多，所以往往给私募基金和 QFII 以及社保基金提供机会。社保基金往往不会放"烟幕弹"，因为整个市场情绪往往给了他们吸筹和派发的机会。巴菲特持股也算主力，虽然他这个主力的偏好不是短期，但是他也是利用市场氛围来制造足够的对手盘。**借力于整个市场的恐慌或者是特定上市公司的利空消息而建仓是巴菲特惯用的吸筹策略，只有在这种情况下他才能在足够低的价位找到对手盘，只有在这个时候才有人愿意将优秀的公司假手他人，这就是"趁火打劫"。**

其实，主力的方法就是反常思维，高抛低吸就是主力方法，**关键是如何让对手盘**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“认低为高，认高为低”，这里面的关键就是**利用对手盘的本能**。本能是普遍都有的倾向，就是“常”，主力通过利用这些“常”获利，这些“常”就是主力的遥控器，让散户跟随起舞而不自知。我们整本教程，散户可以从中看到对手的做法，主力也可以从中看到散户的做法，**无论你是主力还是散户都不重要，重要的是你是否明白了“对手盘”三个字！**如果这本书让你明白了什么道理的话，应该就是这三个字。整本教程围绕 AIMS 框架展开，而这个框架无非是在介绍“环境和博弈者”，个股优势 A、大盘 M 和题材 S 都是环境，而机构 I 则涉及最重要的博弈者，《孙子兵法》里有一句话：**“知天知地，胜乃不穷，知己知彼，百战不殆。”**天地就是环境，己彼就是博弈者。

无论你做股票交易，还是期货交易都是这个理，就是要做到了解对手盘，即使你是做价值投资，要做好也要从这个角度去掌握。格雷厄姆讲“市场先生”，其实就是讲对手盘，**那群为本能而主宰的参与者，所谓的“旅鼠”，就是价值投资者的对手盘。**价值投资也是博弈，也是“零和博弈”，因为当对手因错估而将好公司转手给你的时候，他其实是将“未来潜在的盈利”拱手让予你，这就是他的损失，而你得到的正是这一部分，他之所失正是你之所得。因此，**无论投机还是投资，其实都是零和博弈，只不过前者涉及当下利益，后者涉及未来利益而已。**既然交易是零和游戏，那么就有必要将盈利的大部分用来致力于人类的福利，而非独占独享，如果想要独占天下之利必然受到自然之道的惩罚，**“万物为我所用，不为我所有”才是交易者的正常心态。作为交易者，我们只是人类福利的分配器而已，将贪婪者和愚昧者的财富分配于贫弱者和善良者，而自愿充当这个分配器的人就是聪明者。**

散户从心理上讲已经是输家了，这个心理不是所谓的信心问题，而是散户的上述心理倾向导致他们往往做违背盈利规律的事情。在《解套绝招：菲波纳奇四度操作法》一书中我们曾经提供了一幅深刻描绘散户心理的图片，如图 10-3 所示。这幅图就是一面镜子，为你的行为提供了参考。

散户倾向于做令自己感到舒服的买卖，而舒服的结果往往是违背仓位管理的根本原则，**舒服的交易往往等于失败的交易。**Bill Eckhardt 是理查德·丹尼斯的搭档，他们开展了著名的海龟培训计划，这在交易界传为佳话，如果你对此比较陌生，可以去网上搜一下“海龟交易”。他说了一句流传甚广的话：“What Feels Good is Often the Wrong Thing to Do!”（令你感到舒服的交易操作往往是错误的操作）这句话点出了股票炒卖中的悖论，那就是**你感觉正确的做法往往是错误的做法，**你做出的预期盈利行为往往导致你亏损。这就是股票交易中的最大现实。

当你被各种建议和传言包围时，你很难做出明智的决策，你做出的都是感觉舒服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

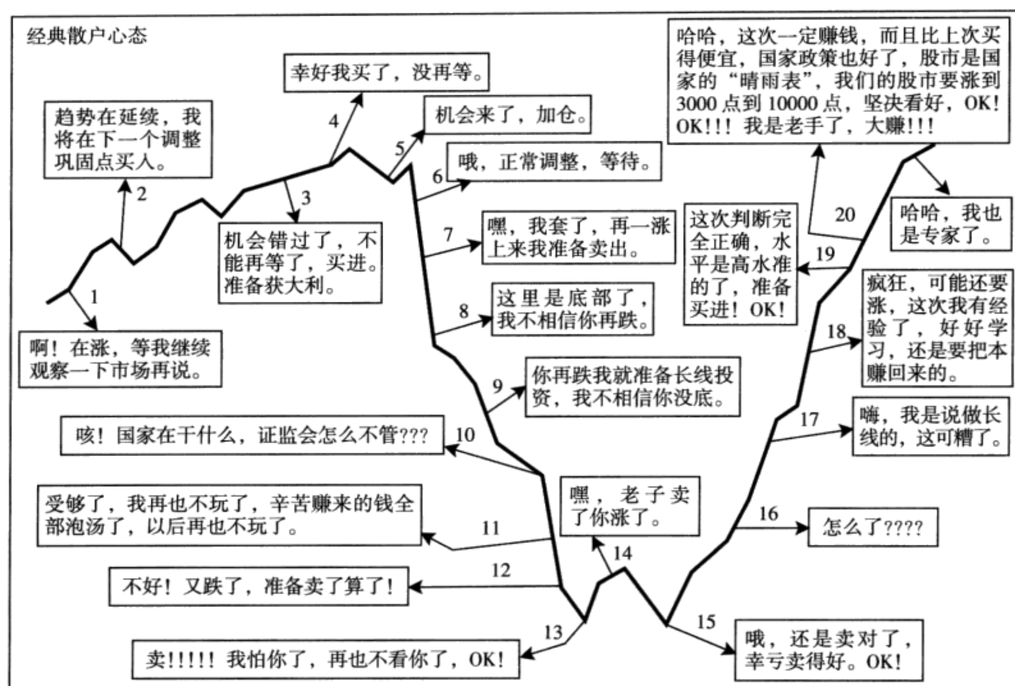


图 10-3 散户典型心态违背了盈利的基本规则

的错误决策。而成功的股票短线交易者不会盲从大众和顺从自己的本性，他们不会去做那些令自己本能感到舒服的决策。他们**谋求的是利润，而不是“舒服”！**遵守纪律同时适应“不舒服”的感觉是长期交易获胜的关键。要想获得对错误交易习惯的永久免疫是不太可能的，没有任何人能够做到，因为我们都是有情众生。唯一的现实做法就是坚守“戒律”，“戒定慧”的修炼之道用在股票交易上也不无道理。管理好自己的情绪，同时恪守纪律是股票短线交易获胜的关键之一，随时反省自己的情绪对于股票短线交易者而言是非常重要的。

英国著名的 NLP 和催眠治疗大师 Jamie Smart 有一句名言：“Our Beliefs Shape Our Reality!”也就是说，我们的信念导致了我们所处的环境，观念决定了绩效。如图 10-4 所示，该图左半部显示了交易者具备的倾向性效应。

倾向性效应是 Kahnneman 和 Tversky 投资前景理论的一个延伸含义，在前景理论中，当交易者面临简单选择时，其行为透出一个 S 形的效用函数。什么是“倾向性幻觉”呢？以买彩票为例，如果你连续坚持同一个号码买了好几期的福利彩票，但是你一直没有中过大奖，突然有一天你决定换成另外一组数字来买彩票，结果该期开出来的大奖恰好是以前你一直买的那个号码，这下你就马上责怪自己没有坚持买这个号码，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



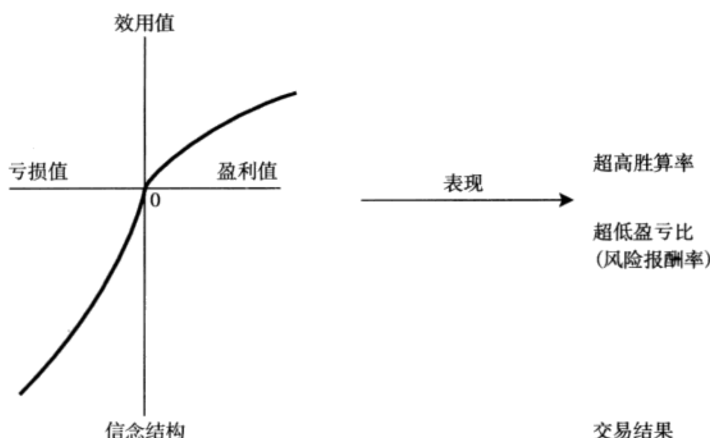


图 10–4　交易信念决定交易绩效

内心充满了后悔和遗憾。

如图 10–4 所示，这是一个较为特殊的效应函数，因为横轴的左半轴代表交易者面临的亏损，而右半轴则代表交易者面临的盈利，纵轴则是效用值。如果你对经济学的效应函数不是很理解的话，理解起来会有一些吃力，不过你通过我们的描述应该大致能够掌握其含义要点。交易者的效用函数在面临亏损时呈现“凹形”，在面临盈利时呈现“凸形”，这些是经济数学的术语，大家能够理解最好，不能理解也没有关系。

从图 10–4 中可以看到，面临亏损时，交易者的效用函数更加陡峭，这是效用递增的表现，也就是说亏损减少带来的正面效用是递增的，而亏损增加带来的负面效用是递减的；而面临盈利时，交易者的效应函数更加平滑，也就是说盈利增加带来的正面效用是递减的，而盈利减少带来的负面效用是递增的。人们以进场价位作为盈亏参照的标准，如一个股票交易者因为相信一只股票的期望回报足够补偿其风险而买入了这只股票，此后这只股票股价开始上扬，而这位交易者则继续以买入价作为参照点。交易者效用函数的右侧部分在发挥心理影响力，这时候价格继续上升的边际正面效用下降，交易者倾向于尽快卖出获利的股票。如果这位交易者买入之后，这只股票价格出现了下滑，以买入价作为参考点，则投资者效用函数的左侧部分在发挥心理影响力，这时候价格继续下跌的边际负面效用递减，如亏损 0~500 元的边际负面效用要远远大于亏损 500~1000 元的边际负面效用，这使得炒家倾向于继续持有亏损的头寸。Terrance Odean 发现股票交易者经常以进场价作为参考点，然后随着价格的下降和上升分别以递增和递减的效用函数来判断交易的心理价值。不过，有时候由于持有头寸太久，（做多）交易者可能以近期的价格高点或者低点作为参照点，这时候炒家在面临低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于该参照点的价格时，会以效用函数的左侧部分应对；在处理高于该参照点的价格时，会以效用函数右侧的部分应对。总而言之，交易者倾向于将特定的价格作为效用函数坐标的 O 点，然后分别以递增效用函数应对相对参照点亏损的头寸，然后以递减效用函数应对相对参照点盈利的头寸。

交易者先递增再递减的效用函数使得他们在交易中倾向于扩大平均亏损，进而缩小平均盈利，长期交易下来其盈亏比倾向于很低，也就是说风险报酬率很低（可以通过历史的平均盈利除以平均亏损近似得到），这就是交易者的绩效三要素之一的风险报酬率大幅度降低了（绩效三要素在《外汇交易圣经》一书中有专门论述，分别是风险报酬率、胜算率和周转率）。

交易者这种典型的效用函数表明了一种厌恶风险胜于追求盈利的倾向，这是人类进化中发展出来的风险防范意识，人在受教育过程中也容易受到这种意识的影响，特别是中国内地“宁可不做大事，也不做错事”的传统对交易者负面影响较大。这种消极保守的信念体现在交易绩效上的一个表现就是风险报酬率很低，亏的基本是大钱，赚的基本是小钱，如图 10–4 右半部分所示。一个有着“正常”信念结构和效用偏好结果的股票交易者往往会抱着亏损头寸不放，恰好大部分亏损头寸最后会真的回到进场价位，甚至还能盈利，而对于盈利头寸是尽早兑现，长期下来必然获得一个很好的胜算率，如图 10–4 右半部所示。图 10–4 所示的恰好是绝大部分股票交易者的情况，而股票市场中绝大多数人都是输家。

总而言之，图 10–4 显示了人类在出场决策上的非理性，以及由此带来的糟糕结果，大家可以去翻翻自己和别人的短线交易记录，可以发现基本符合上述规律。

价值性投资存在所有参与者共赢的可能性（前提是大家都是完全理性的，而且信息完全对称，同时持有的是一家价值持续增长的公司），因为随着公司价值的不断提高，持有这家公司股票的交易者都可以盈利。短线交易却与此存在差别，因为短线交易是纯粹的零和博弈（考虑到人类的不完全理性，其实价值投资和短线投机没有什么本质的区别），一方参与者的盈利，必然是其他参与者的损失。因为这是绝大多数交易者所忽视的，而由此推开来讲就会发现，**如果你想盈利则必须与其他交易者的行为有所区别。**因为将交易费用计算在内的话，即使股价不波动，交易者们都已经处于亏损状态了，加上有人盈利，则亏损的人必然比盈利的人多。由此可以看出，**投机交易能否盈利往往取决于其他参与者的行为，**这就是博弈，同时由于不存在共赢的状态，所以短线投机必然是零和博弈。**既然是零和博弈，那么知道其他参与者的决策和行为就显得非常重要。**我们大多数交易者一直将价格作为交易的对象，其实这种思维具有严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重误导性，因为这会让我们觉得交易是一门匠艺，而不是博弈。匠艺面对的是一个客体，而博弈则涉及众多的参与者，其中一个就是自己。交易是我们在博弈中采取的行为，而价格则是所有参与者采取行为的结果，而这个结果与博弈中参与者采取的行为密切相关，只有知道了哪些代表性子群体的行为，我们才能更好地作出盈利的决策，所以**交易是一个根据其他博弈参与者行为选择自己行为的过程，而不是单纯根据价格选择自己行为的过程。**

前面已经提到了长线投资也需要利用群体行为的非理性，这与绝大多数人的观念相违背。一般而言，长线投资，特别是费雪式的投资方式，非常看重公司本身，但是这并不排斥长线投资者利用群体行为的非理性以较低的价格买入某一长期看好的公司。**投资涉及两个方面的问题：第一是公司；第二是价格。公司应该尽可能好，而价格应该尽可能低，长线投资的目的是以尽可能低的股价买入尽可能好的公司。**只有当群体处于非理性状态的时候才会使好公司的股价非常低，而这恰好是长期投资者的入场良机。

明白交易的对象是人的行为，才能不被价格和以价格为基础的技术指标所迷惑，也才能不迷信技术分析的效力，因为技术分析只不过分析了行为的结果。**新手对技术分析都很迷信，他们对指标无效或者说有限性一般没有了解，**在他们眼里技术指标或者手段好比数学和物理工具一样可靠。技术分析建立在一个很脆弱的基础上，它研究了人行为的结果，却忽略了研究每种结果后面人的行为是怎么样的。**技术分析为了捕捉影子的运动去研究影子本身，却忽略了研究物体本身。**技术分析一般而言充满了神秘性和盲从性，这也使得学习技术分析的采用者们经常恪守一些非常不可靠的规条行事，他们将价格（影子）当作交易的对象，而不是行为（物体）本身。当我们想要在跟小摊小贩的买卖中不吃亏时，就必须揣测他们的心理活动，否则单单看价格就作出买卖决定往往都要吃亏，因为这里面存在一个博弈过程。

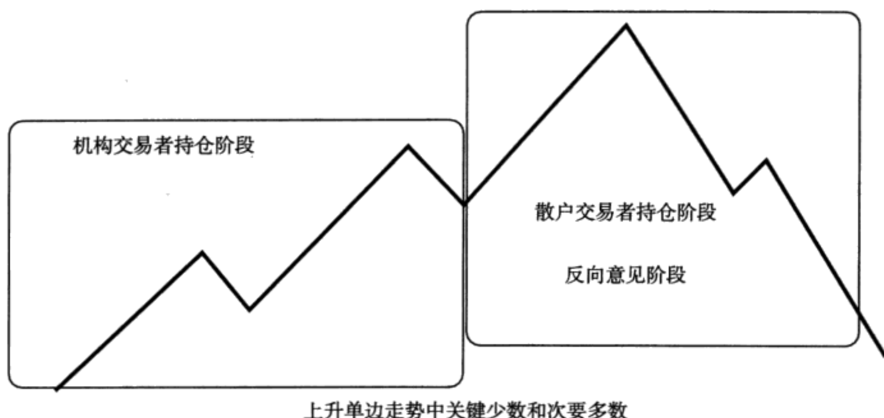
谈到股市博弈，就不能不谈到本课的主题，也就是"反常者赢"的原理所在。所谓"反常者赢"，其实就是"反向意见理论"，又被称为逆向思维理论。它是美国市场分析家尼尔最初正式建立起来的，主要理论是"市场的主流观点倾向是错误观点"，这是使用率最高的心理分析法，主要观点包括：第一，交易者群体的交易行为受制于人性本能；第二，人本性有"从众"心理，人相互模仿和感染的本性使交易者的交易行为极易受到情绪、建议、命令、刺激等的控制；第三，交易者群体容易丧失理性思维能力，只接受情绪、情感的控制。但是，**真正的反向意见理论应该是选择性反向，**也就是说反向是有前提的，不是任何市场都应该采用与大众相反的立场，这涉及一个关键的原则，就是当某一方向的操作吸引了绝大多数资金的时候，才能采取反向操作原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



则，这也是索罗斯和朱利安·罗伯森等宏观对冲基金巨头常常用到的分析手段。一般而言，**机构交易者倾向于在趋势的前段和中段持仓，而散户交易者倾向于在趋势的中段和后段持仓，所以当一种主流观点在散户中被广为传播，市场极其疯狂的时候，这就是反向操作阶段。**

反向意见一般是跟散户交易者的意见相反，因为大部分散户交易者一般是在一段趋势的末端才加入，这使得市场“最后的燃料”被用完，市场动能衰竭。但是，也不排除机构交易者在一段趋势的末端才介入的情况。通常情况下，关键的少数——机构交易者和次要的多数——散户交易者在持仓阶段上会有如图 10–5 所示的差别，因为我们通常情况下是与散户交易者反向而行，但需要注意的是，我们也只能在散户持仓的后半段介入反向操作。如果机构交易者的建仓和持仓阶段延伸到走势的后半段，则机构交易者的行为也会成为我们的反向指标，不过这通常很难发生，如果发生则意味着一场非常罕见的大转折行情将要来临，因为有不少机构交易者也在与散户一起犯傻。



上升单边走势中关键少数和次要多数
图 10–5 反向意见阶段和次要多数的加入

谈到市场心理就不得不提及股市中的“专家”这类群体，因为他们在牛市的时候往往成为宠儿，在熊市的时候则往往为人所唾弃。其实，**股票市场与其他金融市场一样，只有输家和赢家一说，从来没有专家一说。**每个人的观点在没有被市场印证以前我们都应该等量观之，这样才能正确理解市场运行的最主要因素和本质。股市没有专家，**某人一旦被市场大众奉若神明，就注定了很快就会走下神坛。股市中从不缺乏明星，但是却缺乏寿星。**为什么股市中没有真正的专家呢？第一，人的认知是有限理性的，永远不可能完备，索罗斯的操作就是建立在这个前提之下的。既然我们的认识都是存在漏洞的，那么就不能保证你在任何时候都能称为专家，出错是大概率事件。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二，一旦某人连续猜中市场的走势，无论他凭借什么具体方法，一旦为市场大众所广泛关注和狂热效仿就会很快失效。第三，所谓的“专家”也有其自身的利益考虑，这些利益未必与散户的利益是一致的。比如，股票分析师往往是由基金经理来打分的，那么基金经理想听什么话，股票分析师一般就会迎合。如果基金经理买了某只股票，但是分析师却发现这只股票有问题，通常情况下分析师不会拆基金经理的台。这个社会不缺钱，缺的是赚钱的策略和渠道，如果专家能够很好地预测个股的涨跌，那么就不会去推荐具体的个股让别人来赚钱，而自己却靠薪水吃饭。“专家”也要吃饭，不可能是社会慈善家，“天下熙熙皆为利往，天下攘攘皆为利来”，金融市场上没有慈善家。如果没有可预期的收获，“专家”们也不会热衷于为散户指点市场和个股未来的走势。

最可怕的专家不是那些很难说中市场的股票分析师，而是目前一直判断很准的那类专家。正因为他们太准了，所以市场不可能让大多数人赚钱，这必然让众人追随的专家失误。或者专家就是与主力一伙的，协同起来为散户制造陷阱，先让你上钩，然后再一网打尽。这就有点类似赌场的手法，赌客在刚进场的时候，往往都很容易赚一点小钱，这样赌客就信心膨胀起来，丧失了理性分析和自制的能力，这时候就容易导致风险失控。金融市场也是类似的情况，市场先让你赚点小钱，然后再让你亏大钱。其实，并不仅仅是市场让你亏钱，你也是同谋，**人的天性就是习惯于赚小钱，亏大钱，**这话就是我们经常提到的“倾向性效应”。

对待专家最好的办法就是“兼听则明，偏信则暗”，**同时听取正反的结论，多听听几位专家的意见，**看看他们矛盾的意见背后的依据是什么，相互逻辑如何，这样就能很好地避免专家的误导。当然，专家最终影响到市场最广大群体才能形成“物极必反”的效应，所以专家在博客和报纸等媒体上的发言可以作为观察“羊群”的一个窗口。当然，我们也可以直接观察“羊群”本身的情绪状态，看看是不是处于极端状态。那么有哪些工具可以作为观察“羊群”情绪的窗口呢？

我们给出一些工具作为参考，每个工具都只是一个窗口，而不是“打卦”的工具，要综合起来看才行。

第一个工具是 A 股市场关注度，这个指标可以衡量市场整体情绪。登入网站 http://focus.stock.hexun.com/market.html，就可以看到“A 股市场关注度”，这是一个和讯网提供并及时更新的情绪指标。关注度是基于和讯网内部数据生成，主要反映和讯用户对于股票、行业、市场关注变化的分析系统。A 股市场关注度的变化可以有效地反映整个股票市场人气变化趋势。当 A 股市场关注度极低的时候，就有阶段性见底的可能性；当 A 股市场关注度极高的时候，就有阶段性见顶的可能性。当然，这个指标要结合其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他指标相互确认，最重要的是要找到背后的驱动因素，并且经过行为因素的确认。

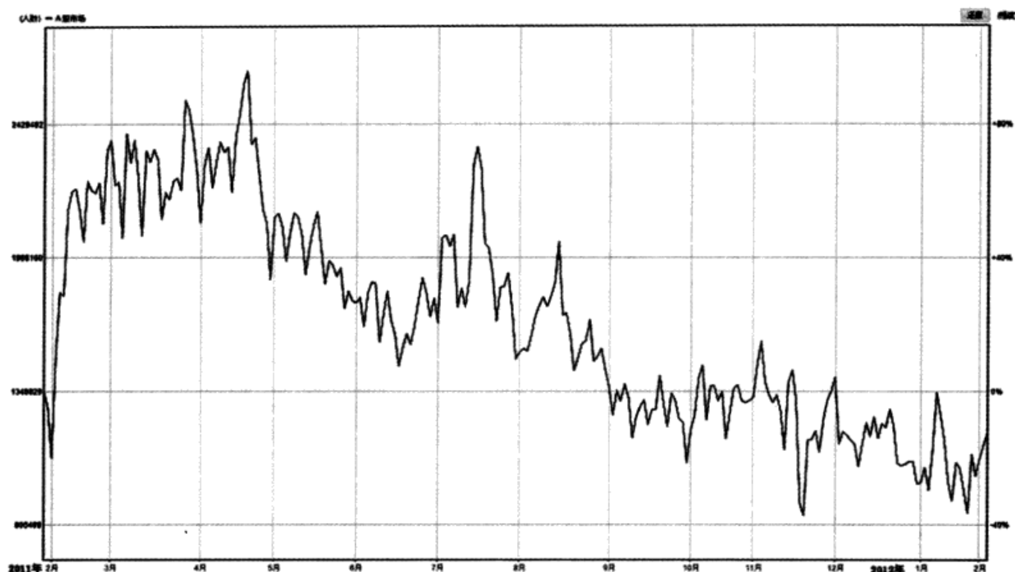


图 10-6 A 股市场关注度

第二个工具是“极端点位论”。市场运行的每一个阶段总存在一个“口号响亮的点位”，一旦市场形成这样一个点位共识，则市场肯定不会停留在这个点位附近。一旦某些因为极端乐观或者极端悲观形成“极端点位”论调，那么市场往往要反转了。比如，2007 年牛市中人们极端乐观的时候，《牛市一万点》一书出版，一时间这个口号响彻整个 A 股市场，此后一个月左右上证指数见顶，此后开始暴跌（见图 10-7）。又比如，2008 年底熊市中人们极端悲观的时候，“跌到 1000 点”、回到 998 点的观点不绝于耳，不久上证指数从 1664 点就开始回升（见图 10-8）。

第三个工具是波动率。波动率反映了市场的情绪，波动率的高点往往与指数的高点相对应，波动率可以通过价格和成交量来衡量，所谓天量就是指成交量的波动率最大值。

股价的波动率在美国股票市场往往通过 VIX 来衡量（见图 10-9）。VIX 是芝加哥期权期货交易所使用的市场波动性指数。通过该指数，可以了解到市场对未来 30 天市场波动性的预期。VIX 由标准普尔 500 指数的成份股的期权波动性组成，被广泛用来作为衡量市场风险和投资者恐慌度的指标。VIX 表达了期权投资者对未来股票市场波动性的预期，当指数越高时，显示投资者预期未来股价指数的波动性越剧烈；当 VIX 指数越低时，代表投资者认为未来的股价波动将趋于缓和。由于该指数可反映投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 10-7　牛市万点论

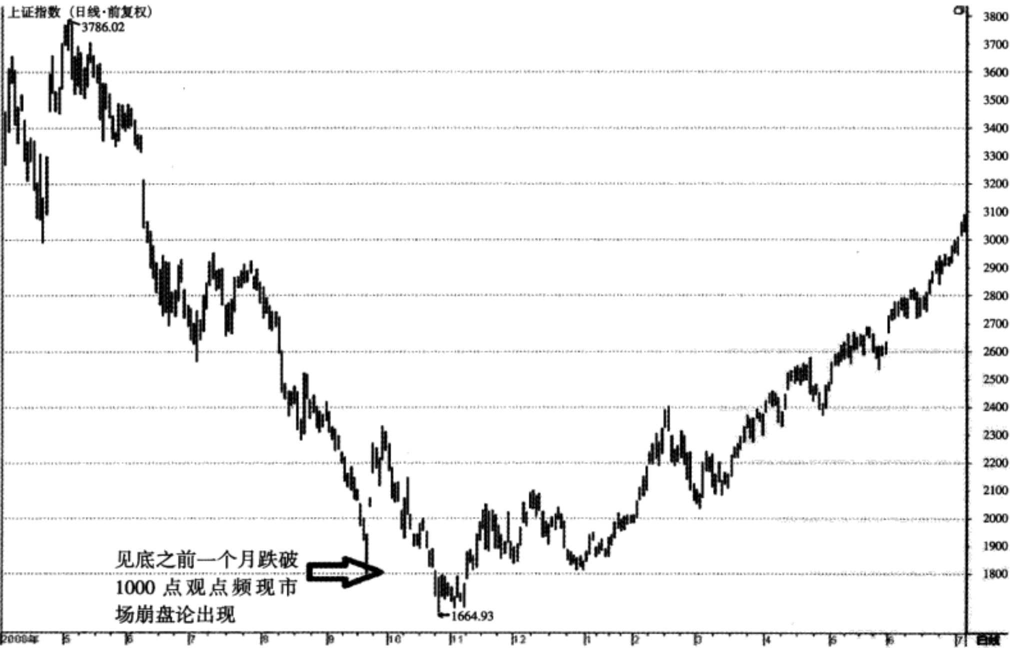


图 10-8　熊市千点论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



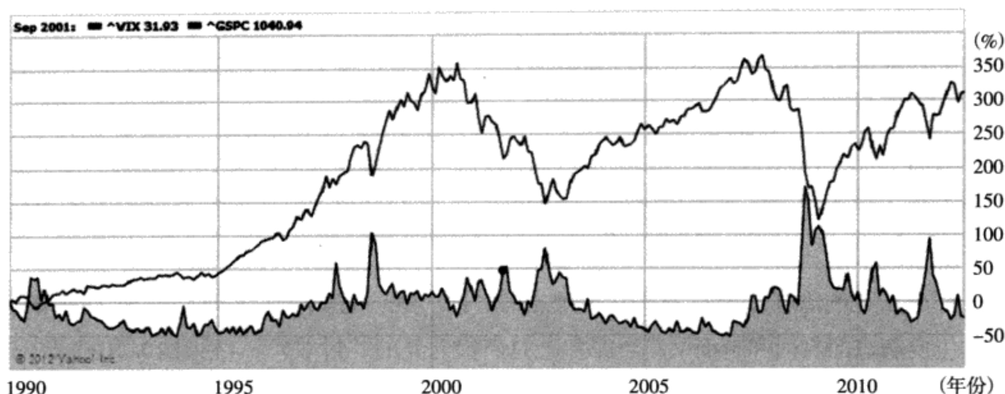


图 10–9 VIX 指标

资料来源：雅虎财经。

对未来股价波动的预期，并且可以观察期权参与者的心理表现，所以也被称为“投资者情绪指标”。经过十多年的发展和完善，VIX 指数逐渐得到市场认同，芝加哥期权期货交易所于 2001 年推出以纳斯达克 100 指数为标的的波动性指标 VXN；芝加哥期权期货交易所于 2003 年以标准普尔 500 指数为标的计算 VIX 指数，使指数更贴近市场实际。2004 年推出了第一个波动性期货 VIX Futures，2004 年推出第二个将波动性商品化的期货，即方差期货，标的为三个月期的标准普尔 500 指数的现实方差。2006 年，VIX 指数的期权开始在芝加哥期权期货交易所交易。

波动率指数受到投资者青睐的主要原因和其近年来美国股市的波动有关。2001 年美国发生“9·11”恐怖事件后，股市在 9 月 17 日重新开盘时一路下跌，到 9 月 21 日道琼斯工业指数跌至 8235.8 点，标准普尔 100 指数也跌至 491.7 点，VIX 则升到 48.27 的高点，隔天（9 月 24 日），股市即出现 368 点的大幅反弹，反弹幅度约 4%，之后美股多头走势一直持续到 2002 年第一季度。2002 年 3 月 19 日，美股上涨至 10635.3 高点，标准普尔 100 指数也达 592.09 点，此时 VIX 处于 20.73 的低点；2002 年 7 月，美股在一连串会计报表丑闻的影响下，下跌至五年来的低点 7702 点，标准普尔 100 指数跌至 396.75 点，VIX 高达 50.48 点，隔天（7 月 24 日），股市同样出现 489 点的大反弹。由此可见，作为预测美股趋势的指标，VIX 很有参考价值。即可以从 VIX 指数看出标准普尔指数变盘征兆，**VIX 到达相对高点时，表示投资者对短期未来充满恐惧，市场通常接近或已在底部；**反之，则代表投资者对市场现状失去戒心，此时应注意市场随时有变盘的可能。简而言之，VIX 与标准普尔 500 指数之间是反向关系，VIX 的高点对应着股指的低点，而 VIX 的低点对应着股指的高点。VIX 急剧飙升往往是大级别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下跌行情的征兆，每当熊市来临之时，VIX 大于 40。当然，由于 A 股市场整体的波动率衡量指标还没有正式发布，所以我们没有给出 A 股市场波动率衡量指标，不过大家可以通过 ATR（真实平均波幅）或者成交量来推断相应的波动率。

第四个工具是封面指数。如果众多杂志的封面（或者报纸的头版）出现了关于股市的看法，那么很可能股市情绪处于极端状态，要么是顶部、要么是底部。美国逆向投资家们喜欢将《时代》周刊的封面作为一个风向标，在很多时候这一方法确实比较有效。那么，我们怎样才能看到“众多杂志的封面”呢？这其实并不难，有两个网站提供了主要杂志的封面和封面文章：第一个是新浪财经的“封面秀”（见图 10-10），网址为 http：//finance.sina.com.cn/coverstory.shtml；第二个是和讯网的“封面秀”（见图 10-11），网址为 http：//media.hexun.com/index.html。

图 10-10 新浪财经的“封面秀”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





图 10–11 和讯网的"封面秀"

第五个工具是公募基金仓位。公募基金与散户的行为基本一致，高位重仓，低位轻仓，所以往往是市场趋势的反向指标。基金作为 A 股市场最大的机构投资者，一直扮演着主力军的角色。虽然股改以来大量大小非解禁上市，产业资本开始与基金抢戏，在 A 股市场上，基金无疑仍是最活跃、最有话语权的机构投资者。2010 年末除了 QDII 以外的国内基金的资产净值合计 2.45 万亿元，份额规模合计 2.33 万亿份，2010 年底基金的持股市值占了总市值的 7%，基金持有市值超过市场上所有机构投资者的一半。**股票型基金平均仓位最低的时候往往是大盘的最低点，平均仓位最高的时候很可能就是大盘的最高点。**如上证综指在 6124 点以及 2009 年 7 月 29 日、2009 年 11 月 24 日、2010 年 11 月 12 日三次大跌时，所对应的基金仓位分别是 83.87%、86.01%、89.68%和 88.95%；而在 1664 点底部区域时，对应的基金仓位仅为 70.32%。顶部存在所谓的"88 魔咒"，而底部的基金持仓水平有如图 10–12 所示的统计特征。

A 股市场存在一个利用公募基金仓位预测股市顶部的经验法则，也就是所谓的"88 魔咒"。按照基金管理的规定，开放式股票型基金的仓位上限是 95%，下限是 60%。"88 魔咒"就是**当基金的仓位水平达到 88%左右的时候，A 股市场往往会出现大跌，**基金仓位成了股市的"反向指标"。当基金的平均仓位远高于历史平均 80%左右的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



水平，开放式股票型基金的仓位水平甚至逼近或超过了“88 魔咒”临界线。当基金仓位临近这一水平时，便会招致市场的担忧，并多次成为预示市场见顶的风向标。“88 魔咒”显灵，主要是当时点位比较高，或大盘已经过一段时间的上涨，获利盘比较多。并且，大多数时间内，这些基金所持有的品种都是和指数差不多同步波动的蓝筹股。2009 年“88 魔咒”便一再显灵，并引发了 2009 年 7 月 29 日和 2009 年 11 月 24 日的两次大跌，跌幅分别达 5%和 3.45%。2010 年 11 月 8 日，多家券商发布了基金仓位研究报告，仓位再达新高成为关注的焦点，第二天 A 股就开始掉头向下，并在其后几个交易日内出现深度调整，11 月 12 日更是大跌了 5.16%。近几年 A 股市场之所以屡屡受困于基金仓位的“88 魔咒”，分析人士认为主要是当基金仓位达到 88%附近的时候，一方面意味着基金手头上可用的资金已所剩无几，继续做多弹药不足；另一方面也暗示基金普遍过于乐观，意味着行情很可能乐极生悲。那么，从哪里可以看到基金的平均持仓水平呢？可以从基金互动网 www.fundxy.com/查到相关数据（见图 10-13），在最后修订本教程的时候（2012 年 9 月 26 日）股票基金平均仓位是 61.98%，上证指数当日盘中跌破 2000 点（见图 10-14），你觉得意味着什么呢？

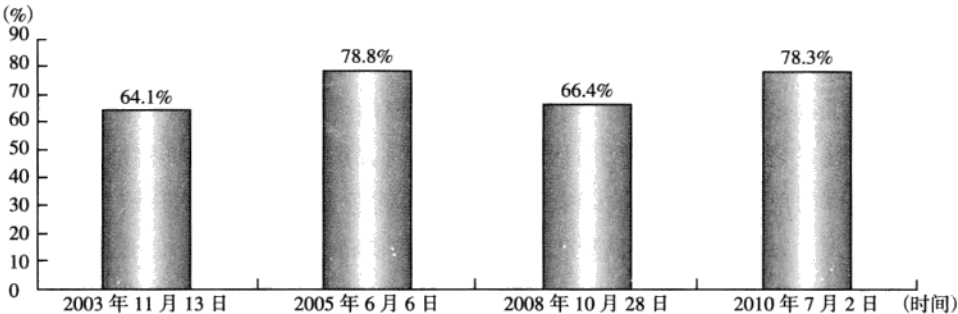


图 10-12　四次大底前后两周股票型基金总体仓位

资料来源：赵延鸿；莫尼塔公司。

基金仓位测算统计

	09-25	09-21	仓位变动
全部基金平均	61.26%	61.53%	-0.27%
股票基金平均	61.98%	62.11%	-0.13%
混合基金平均	55.71%	56.46%	-0.75%
指数基金平均	69.63%	69.67%	-0.04%

图 10-13　基金互动网的“基金仓位测算统计”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 10–14 上证盘中破 2000 点时对应的股基平均仓位（2012 年 9 月 26 日）

第六个工具是开户人数。它也是一个可以看出市场情绪变化的指标，中登公司可以看到这个数据，但是最好还是看图表呈现的数据走势，比如中财网和价值 500 黄页就提供了这个数据走势图（见图 10–15）。当然，开户指标其实是股价的滞后指标，跟着股价走的，股价跌，开户数就少；股价涨，开户数就多，因为散户就是跟着股价追，直线思维。

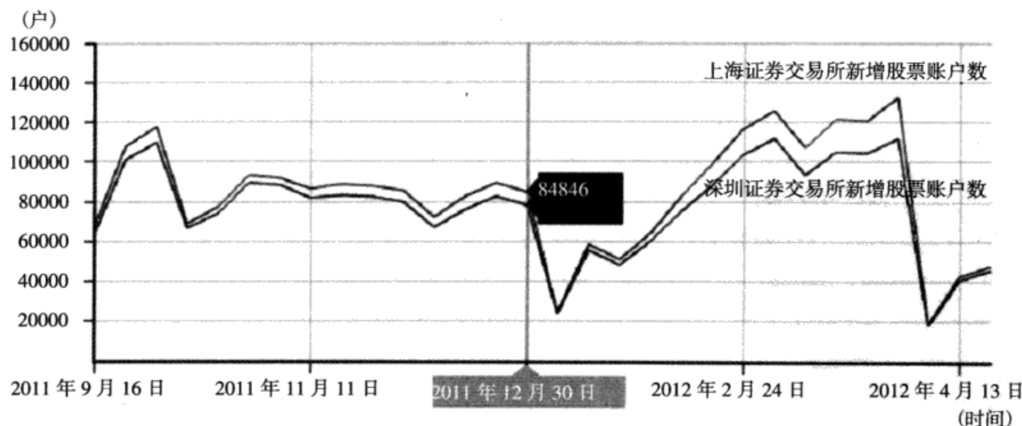


图 10–15 A 股开户人数变化

资料来源：value500 价值黄页。

第七个工具是散户情绪和持仓。国外这方面的数据比较完善，如 Investors

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Intelligence 提供的看涨看跌情绪指数（见图 10-16）。国内这方面的指标还不完善，比较系统的数据来自万隆证券网的“散户舆情指标”（见图 10-17）和“散户仓位变动”（见图 10-18）。

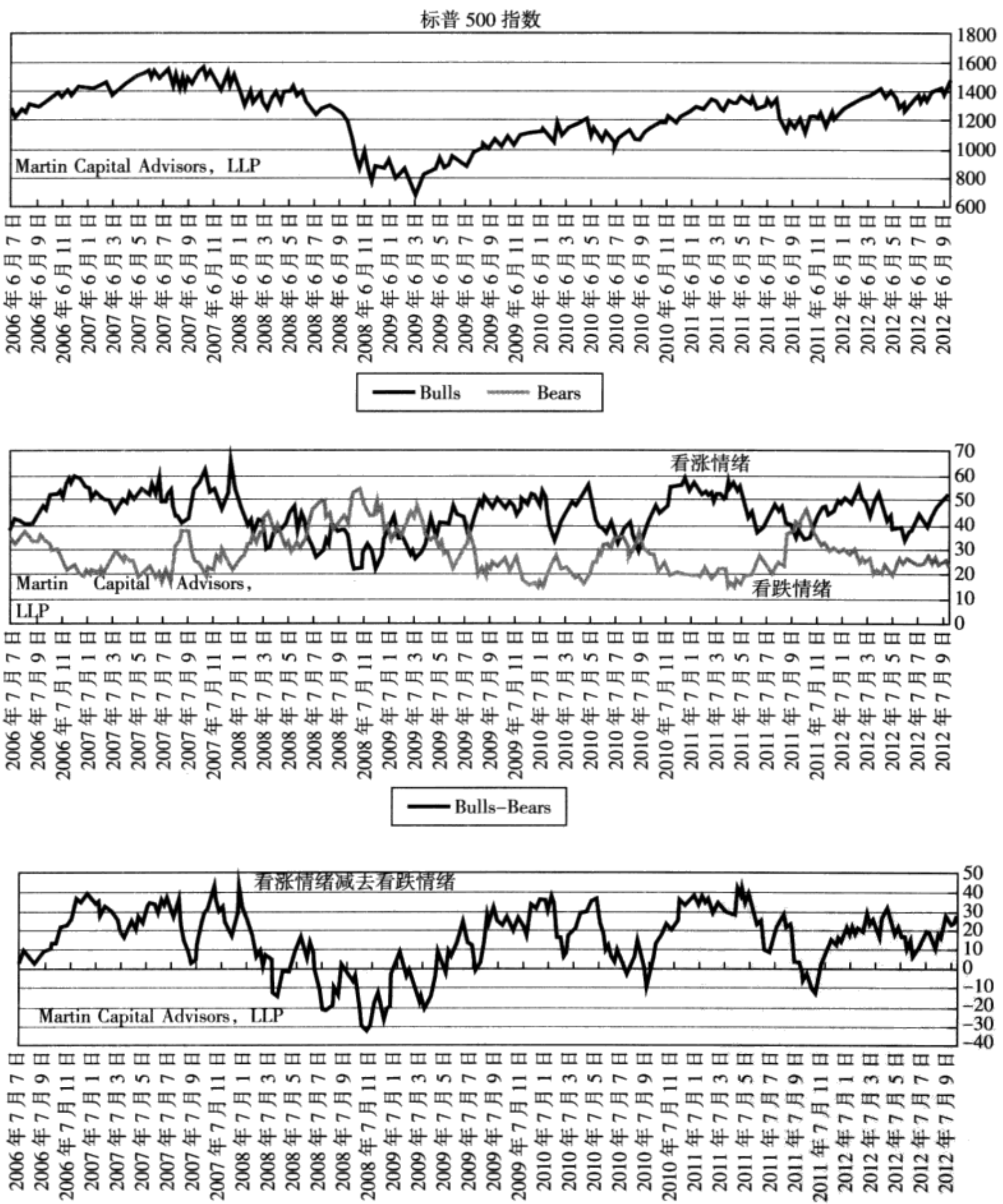
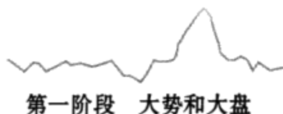
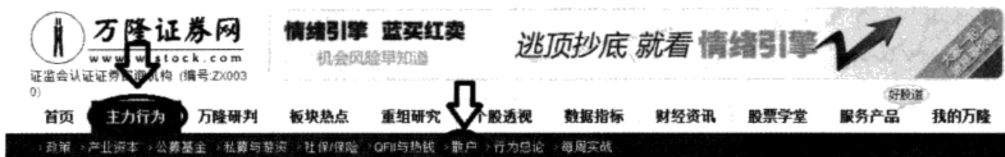


图 10-16 Investors Intelligence 情绪指数

资料来源：Martin Capital Advisors。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





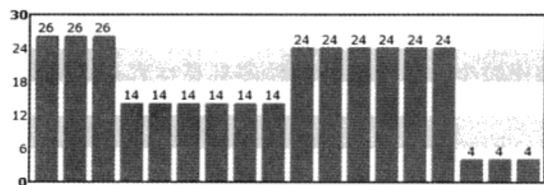


图 10–17 万隆证券网的“散户舆情指标”（1）

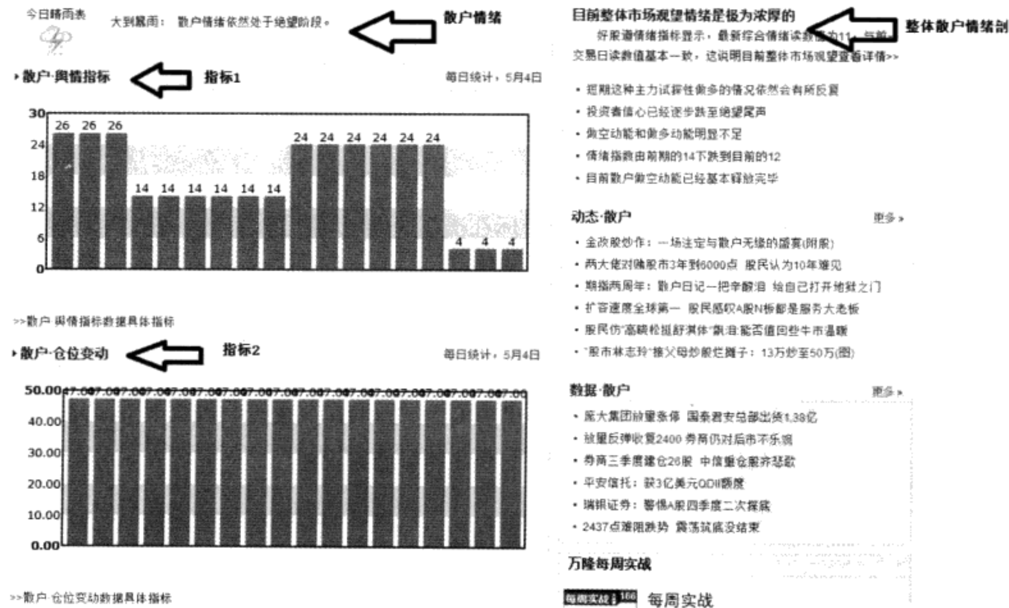


图 10–18 万隆证券网的“散户舆情指标”（2）

第八个工具是交易账户占比。这个指标需要自己动手统计，目前还没有公开的免费信息源提供及时更新和数据维护。莫尼塔公司赵延鸿博士的研究团队对 A 股市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易账户数据进行了统计分析，他指出：周度参与交易户数占 A 股有效账户之比刻画了 A 股投资者的交易意愿，这个比值越高，投资者交易愿望越强烈，市场也可能正在见顶；这个比值越低，则意味着市场参与者交易意愿不断萎缩，也预示着股市正在筑底，这个指标可以理解为对整个市场进行判断的“超买超卖”指标。从 2008 年初至 2011 年 12 月，总共 197 周的统计中，参与交易户数比值最低仅为 5.7%，最高为 23.3%，从参与户数来看，最多的一周有 2711 万个账户参与交易，最少的一周只有 485 万个账户参与交易（见图 10-19）。2008 年到目前的数据表明，**A 股历史大底的交易账户占比偏低但非最低，**比如 1664 点当周交易账户占比 7.19%。另外，该研究团队进一步指出：**在底部出现当日的跌停数都比较少，而大部分的跌停都是在真正底部到来之前一周出现的。**

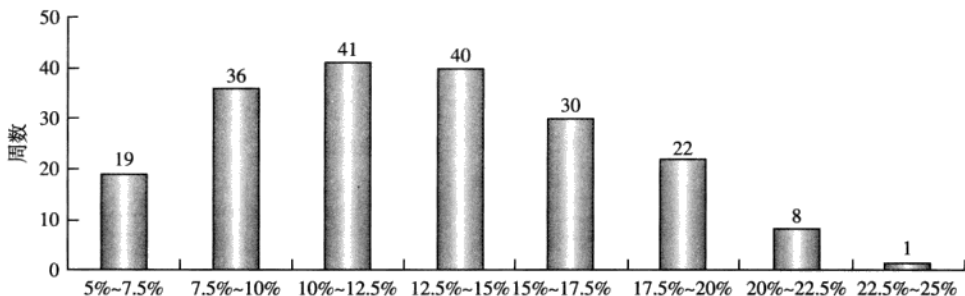


图 10-19 沪深两市参与交易户数比例的周数分布直方图（2008 年 1 月~2011 年 12 月）

资料来源：赵延鸿；莫尼塔公司。

第九个工具是融资融券情况。这个指标在美国证券市场比较有效，在 A 股市场的效果还有待观察。就逻辑而言，融券卖出额达到极大值时，A 股大盘见底；融资买入额达到极大值时，A 股大盘见顶。融资融券的数据可以从一些券商的“融资融券周报”查询到，从网上搜索即可。

除了上述九个工具外，我们还为大家提供了一些市场顶底的心理面特征，在判断市场趋势转折点的时候，可以进一步比照下面的特征进行分析。

股市顶部的心理面特征：

- **证券交易所门口自行车极多，**没有地方停放。
- **散户大厅人山人海，**进出极不方便；**散户大厅全都是新面孔的时候。**
- **新股民纷纷入市，**证券公司柜台前开始排队开户。
- **周围的人都争相谈论已经挣了大钱，人们都在谈论股票，周围人眉飞色舞讲述自己的股市传奇。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● **证券类报纸、杂志买不着。**

● **股市新手都敢推荐股票，**并说这是庄股，目标位要拉到多高多高。

● **证券营业厅工作人员服务态度极端不好。**

● **开户资金持续大幅提高。**

● **媒体对股市的看法一边倒，**媒体上看空看多的观点斗争较激烈，说明市场仍比较谨慎，当传媒一边倒时倒是应该警惕的。

● **到处举办理财讲座。**

● 小道消息开始漫天飞，**邻居同事都开始有了内幕消息。**

● **和股票有关的东西都很火。**

● 书店里**和股票有关的书籍卖得特别好。**

● 不时会接到投资公司打来找你委托理财的电话。

● **人人看涨，**人们头脑处于狂热阶段，看法趋于一致，并且可以说出一大堆理由。

● **大型股评报告会人满为患。**

● **券商和调研机构纷纷把各个股票的调研报告大幅上调，**比如说一只股票现价5元，调研机构以前说该股能涨到10元，却突然发现近段改变了呼声，于是调高了调研报告改口为20元。

股市底部的心理面特征：

● 股票价格极低的时候频繁出现**大股东增持。**

● **舆论一边倒地说市场仍在探底，**这个时候底部就在眼前，市场中所有人士均对市场失去信心，对未来也极不看好。如果大家都说底部到来了，那底部绝对不可能到来。

● **股评分析家的言论趋向一致看空后市。**

● 市场中不论是机构投资者还是散户，均处于高度亏损状态，**市场亏损面达90%以上，**且亏损幅度较大。从股民散户到大中户均大幅亏损，突然有一天普遍大跌，股民开始加大亏损额。大部分股民已经亏了很长时间和亏了很多。

● **看多的人士遭到市场走势及散户严厉的抨击和批判，看多者逐渐消失，多头观点一错再错，最后基本消失或改口看空。**

● **活跃投机力量受到严重的打击，**且已没有能力或能量再进行投机活动。

● **管理层持续发表对股市有利的言论和做法。**

● **股市实质性问题遭到学者的广泛批判。**

● **股市的深层次问题不断地被揭露和曝光，**上市公司和管理层的内幕不断被曝光，中介机构的勾结黑幕也大白天下，市场的诚信危机十分严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● **散户处于无可奈何又十分愤怒之中，**散户的态度极其恶劣，冲动且偏激，市场出现了不安定危机。

● **长期下跌后横盘，稍微有反弹，带来少许希望，又突然破位，大家开始更加悲观恐慌。**

● 市场一片哀歌，跌势加剧，**全部人已经失望并丧失方向感。**

● **新基金发行受挫，**发售开始不顺利、困难，新基金发行宣传由媒体走向细分市场，如走入社区等以前不被看重的发行区域。

● **基金折价现象普遍，**尤其是市场主流基金，**基金的操作理念受到普遍质疑，主流基金似乎也失去方向感。**

● **基金仓位一直下降，接近 60%。**因为一般股票基金的仓位下限是 60%，所以基金仓位的最低部也就是 60%左右，在 2005 年熊市底部和 2008 年 12 月的 1664 点时，当时股票基金仓位平均就在 60%。

● **指数跌破“政策底”。**

● **券商普遍亏损，**经营危机，有关券商深陷困境的报道不绝于耳，媒体刊登的关于在发展中改革券商的话题逐步增多。

● **持续对利好的麻木。**在下跌时市场之所以总是期盼利好的公布，是因为对未来仍有良好的期望，然而一次次的利好推出之后，换来的却是一次次的再度下跌，一而再再而三之后投资者对利好已经完全麻木了，对利好的麻木就代表着投资者的绝望，因为没有什么再能让他们对市场产生希望了。一系列利好，市场没有任何反应，你出你的利好，我走我的下跌，即使这些利好对市场有莫大的支持，也同样视而不见。

● **散户们对下跌已无感觉，**死心了。

● **股票 QQ 群没人说话，**没人看 A 股，都在看电影，都在潜水，闷了冒泡或者是说话的人都胡言乱语，带有暴力倾向，群主失踪，什么都谈，就是不谈股票。

● **经常听到有人赌咒发誓再也不碰股票。**

我们已经全面介绍了一些“反常者赢”的工具，也提到了“88 魔咒”，为了让我们的课程显得更有趣一些，我们再介绍另外三个魔咒：一是“丁蟹效应”；二是“摩天大楼效应”（“摩天大楼魔咒”）；三是“五月魔咒”。

“丁蟹效应”是股票市场的一个奇特现象。这个效应指的是当由香港电视演员郑少秋主演的电视剧在电视台播出后，股票市场便会突然急剧下跌。从科学角度来说，这只能算是一连串的巧合，但仍有不少人认为“丁蟹效应”真有其事，甚至连跨国证券经纪里昂证券也于 2004 年 3 月为此发表研究报告，使这个现象受到一些其他国家的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者所认识。1992 年 10 月，香港无线电视播放由郑少秋主演的电视剧《大时代》。故事讲述由郑少秋饰演的丁蟹，经常在股票市场的熊市中借着抛空恒生指数期货而获取暴利，恰巧当时香港股市暴跌，令不少股民损失了很多。此时开始有了"丁蟹效应"一词，而在接下来的 10 多年，几乎每当郑少秋主演的电视剧播放时，股票市场也会有显著下跌（见表 10-1）。这个"丁蟹效应"很可能与"摩天大楼效应"同样是由经济周期和群体心理周期引发的。

"摩天大楼效应"，也称"摩天大楼魔咒"。1999 年，德意志银行证券驻香港分析师安德鲁·劳伦斯首度提出"摩天大楼指数"这一概念。劳伦斯发现**经济衰退或股市萧条往往都发生在新高楼落成的前后。**宽松的政府政策及对经济乐观的态度，经常会鼓励大型工程的兴建。然而，当过度投资与投机心理而起的泡沫即将危及经济时，政策也会转为紧缩以应对危机，使得摩天大楼的完工成为政策与经济转变的先声。因此，"摩天大楼效应"也被称为"劳伦斯魔咒"。

第一轮真正的摩天大楼热是 1904~1909 年。1908 年，47 层高的胜家大厦建成，一年后，它就被 50 层高的大都会人寿大楼超过。而就在 1907 年，由于农业收成的季节性因素及货币、信贷的周期性因素凑到一起，又由于一家受全国银行系统管制的银行拒绝向一家未接受管制的信托机构结清资金，导致金融恐慌，其结果是银行挤提，引发美国经济史上最剧烈的一次经济萎缩。这次经济紧缩在很大程度上推动了 1913 年的《联邦储备法案》出台，成立了联邦储备委员会，极大地扩张了联邦政府管理货币金融事务的权力。

接下来是大萧条期间出现的第二轮摩天大楼热。20 世纪 20 年代，股票市场一片红火，而商用和民用住房建设市场也高度繁荣，这期间，有关公司陆续宣布兴建三座刷新纪录的摩天大楼，在大萧条爆发后，这些大楼相继落成，即华尔街 40 号大楼（1929 年）、克莱斯勒大厦（1930 年）和著名的帝国大厦（1931 年）。

第三轮摩天大楼热出现在 20 世纪 70 年代初。在经历了 60 年代强劲而持续的经济繁荣，1970 年的经济衰退标志着长达十几年的滞胀期到来。而就在金本位制将被废除、布雷顿森林体系将要解体之时，纽约和芝加哥的建筑工人正在紧张地兴建几个当时的世界最高大楼。经济危机开始了，凯恩斯主义不灵了，而这些大楼也落成了：1972 年，世界第一高楼纽约世界贸易中心（417 米）完工。1973 年，它让位给芝加哥的西尔斯大厦（443 米）。

整个 20 世纪 80~90 年代，亚洲经济高速增长，出现了东亚奇迹。这个奇迹的高潮就是 1997 年，马来西亚吉隆坡马来西亚石油公司双塔（452 米）的竣工，它第一次为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 10-1 “丁蟹效应”一览表

时　间	节目名称	节目类型	播放性质	受影响地区及股市	详　情
1992 年 10~11 月	大时代	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出后一个月内跌幅曾多达 1283 点（20.6%）
1994 年 11 月至 1995 年 1 月	笑看风云	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出后一个多月内跌幅曾多达 1976 点（20.5%）
1995 年 5 月	香帅传奇	电视剧	—	香港恒生指数	两剧同时播出后的短短五天内跌幅曾多达 505 点（5.3%）
1995 年 6 月	男人四十一头家	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	两剧同时播出后的短短五天内跌幅曾多达 505 点（5.3%）
1996 年 2 月	天地男儿	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出后一个多月内跌幅曾多达 1254 点（10.9%）
1996 年 9 月	新上海滩	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	曾于两个交易日内最多下跌 221 点（2.0%）
1997 年 12 月	江湖奇侠传	电视剧	—	香港恒生指数	节目播出后一个多月内跌幅曾多达 2842 点（26.4%）
1999 年 7 月	神剑万里追	电视剧	—	香港恒生指数	节目播出翌日轻微突破 14500 点后即反复向下，其后一个多月内跌幅曾多达 2084 点（14.4%）
2000 年 9 月	世纪之战	亚洲电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出后八个交易日内急泻 2469 点（14.5%），一个多月内累积跌幅更曾多达 2900 点（17.1%）
2003 年夏天	大时代	无线电视剧	美国无线卫星电视播放	美国道琼斯工业平均指数和 NASDAQ	因企业欺诈风暴表现疲弱
2003 年 10 月	非常外父	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播放期间曾经在两个交易日内下跌 681 点（5.6%）
2004 年 3 月	血荐轩辕	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出后四个交易日内下跌 843 点（6.2%），一个多月内累积跌幅更曾多达 1482 点（10.9%）
2004 年 10 月	楚汉骄雄	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	首播日最多曾下跌 272 点（2.1%）
2005 年 3 月	御用闲人	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播出翌日（3 月 15 日）下跌 90 点，但之后持续反复向下；恒生指数在 3 月尾较节目启播时相比跌幅曾多达 550 点（4.0%）
2006 年 4 月	潮爆大状	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	节目播放完毕前未能冲破 17000 点，并回落至 16500 点水平。节目播放完毕的四个交易日后，恒指在一个多月内急挫，最大跌幅达 2097 点（12.1%）
2006 年 7 月	御用闲人	无线电视剧	美国无线卫星电视播放	全球股市	因以黎冲突爆发下跌
2006 年 7 月	御用闲人	无线电视剧	美国无线卫星电视播放	美国道琼斯工业平均指数	曾于六个交易日内最多大跌 561 点（5.0%）
2007 年 2 月	御用闲人	无线电视剧	重播	香港恒生指数	节目启播后两日计起的七个交易日内暴跌 2150 点（10.3%），一度失守 19000 点关口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

时 间	节目名称	节目类型	播放性质	受影响地区及股市	详 情
2007年5月	谜	无线电视资讯节目	香港首播	香港恒生指数	在首播翌日下跌111点，之后反复下挫，截至2007年5月30日，恒生指数跌至20300点水平，累积跌幅曾多达795点（3.8%）
2007年7月	香港传奇——荣归	电视剧	香港首播	香港恒生指数	7月18日首播当日下跌215点，之后表现持续偏软；总结该剧播放期间，恒指跌幅曾多达1181点（5.2%）。在节目播放完毕后，恒指却未能止跌，在五天内最多曾暴泻2504点（11.4%），直到被称为港股"大奇迹日"的8月17日后恒指才止跌回升
2007年8月	潮爆大状 大时代	无线电视剧	美国无线卫星电视播放	全球股市	美国次级房屋信贷风暴爆发下跌
				美国道琼斯工业平均指数	曾于六个交易日内最多暴跌1202点（8.8%）
2007年10月11日	六点半新闻报道、晚间新闻等主要新闻报道	无线电视新闻节目	突发	香港恒生指数	因沈殿霞在九龙塘住所突然晕倒及昏迷，郑少秋前往探望之后被大批传媒包围访问，导致他鲜有出现于无线电视六点半新闻报道、晚间新闻等主要新闻报道；翌日（10月12日）恒指在先前连升三个交易日的情况下掉头大跌，最多曾下滑764点
2007年11月10日（星期六）	欢乐今宵团圆夜	无线电视节目	香港首播	香港恒生指数	郑少秋偕女郑欣宜出席该节目，合唱一首《天涯孤客》；之后恒指于星期一（11月12日）最多曾大跌1315点，失守28000点水平
2007年12月9日（星期日）	一掷千金	无线电视游戏节目	香港首播	香港恒生指数	节目播出前的星期五（12月7日）一度逼近30000点，之后却出现急泻，收市时跌716点；节目播出翌日（12月10日），恒指曾失守28500点关口，收市跌341点；之后恒指反复下挫，在节目播出后一个多月内最多暴跌7132点（24.7%），创出"丁蟹效应"出现以来以点数计的最大跌幅纪录，也是以百分比计的第二大跌幅纪录
2008年2月8日（大年初二）	天之骄子	音乐剧	高清翡翠台播放	香港恒生指数	恒指在农历年前的最后一个交易日（2月6日）大跌1339点；之后年初五（2月11日）复市，结果鼠年第一个交易日再跌853点
2008年3月2日	肥姐我们永远怀念您追思会	特备节目	香港电视台直播	香港恒生指数	本来没有被安排致悼词的郑少秋回应邓光荣的言论时要临时上台发言，之后该片段反复出现在各大传媒的报道内；翌日（3月3日）恒生指数大跌746点，之后数天更持续下挫；总结节目播出后的短短五天恒指急跌1830点（7.5%），为七年内表现最差的一周
2008年5月19日	东张西望之四川大地震全民哀悼	无线电视节目	突发访问	香港恒生指数	郑少秋出席无线电视为哀悼汶川大地震死难者进行的全体职员自发性默哀，之后被问及当时的感受；该访问片段在晚上的《东张西望之四川大地震全民哀悼》节目内播出。翌日（5月20日），恒生指数最多曾急挫700点，收市仍跌573点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

时　间	节目名称	节目类型	播放性质	受影响地区及股市	详　　情
2008 年 9 月开始	大时代 DVD 广告	无线电视广告	间歇性播放	—	—
2008 年 10 月 3 日	楚汉骄雄	无线电视剧	中午重播	香港恒生指数，美国道琼斯工业平均指数，NASDAQ，欧洲富时 100	10 月 8 日，恒生指数跌 1372.03 点。至 10 月 10 日总计全星期跌 2886 点，是自 1997 年以来最差的星期。值得一提的是，郑少秋 10 月 10 日晚在澳门文化中心剧院向歌迷奉献了一场《香帅风云起》演唱会，这是一连三天演出的首场。由节目开始播放（10 月 3 日起计），截至 10 月 27 日，恒指由 17788 点跌至 11015 点，累跌 6773 点，美国道琼斯指数由 10483 点跌至 8378 点，累跌 2105 点
2009 年 3~4 月	台球天王	无线电视剧	香港首播	香港恒生指数	3 月 30 日首播当日恒指开市即失守 14000 点关口，下午跌幅曾扩大至 706 点，收市仍跌 663 点。总结该剧播放期间，恒指反复上升 1802 点（13.1%）。不过，4 月 7 日在节目中，郑少秋警告"投资涉及风险，你小心，别乱来"，4 月 8 日的股市即应声下挫，跌逾 440 点（凑巧的是，《大时代》一剧中饰演丁利蟹的郭政鸿亦在该剧演出）
2010 年 5~6 月	神医大道公	中央电视台	国内首播	香港恒生指数	秋少秋主演的《神医大道公》5 月 10 日晚在央视八台亮相，"丁蟹效应"再度发威。恒生指数由 5 月的收市高位 20811.360 点、4 月的 22208.50 点，反复跌至 19545.83 点（至 5 月 20 日），但 A 股股指等跌幅比恒指更大
2010 年 5~6 月	望父成龙	亚洲电视剧	早上重播	香港恒生指数	秋少秋主演的《望父成龙》5 月底在亚视本港台重播，"丁蟹效应"再度发威；香港恒生指数再度下跌，最后导致股市反复不定
2010 年 10 月 25 日	书剑恩仇录	电视剧	晚上 9：30 首播	香港恒生指数	秋少秋主演的《书剑恩仇录》10 月 25 日晚上在亚视本港和亚洲高清台首播，"丁蟹效应"再度发威；香港恒生指数结束持续两个月的升势，于 10 月 27 日跌 436 点（1.85%），为近四个月来最大的单日跌幅。其后 11 月 12~17 日，一共跌近 1300 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



东亚夺得了全球最高建筑的桂冠。然而，很快马来西亚股市暴跌，货币急剧贬值，社会动荡蔓延，亚洲金融危机爆发。

2000~2001 年建成的台北 101 大楼见证了高科技泡沫破灭，全球股市狂泻。2008 年 8 月，上海环球金融中心落成，9 月，全球金融海啸如约而至。在上海环球金融中心兴建之初，曾有人提起“摩天大楼指数”预言，投资方日本森建筑公司总裁森稔在全球地产界是出了名的“喜欢摩天大楼的人”，自然不会为了一条草根经济规律就将刚迈出国门的腿收回去。当时勉强提出的反驳理由是上海环球金融中心是海外投资，这与其他本地私人财团或国有企业斥资兴建的世界级高楼情况不同。其实，摩天大楼效应从奥地利学派关于经济周期的逻辑中可以得到恰当的解释。

最后，我们谈谈“五月魔咒”，2000 年至 2011 年（除了 2001 年之外）上证综指均呈现**“5 月涨全年涨，5 月跌全年跌”**的特征，5 月走势对全年走势的预测已经达到了几乎 100%的准确率。

表 10-2 5 月涨跌和全年涨跌

年 份	当年 5 月上证指数涨跌（%）	全年上证指数涨跌（%）
2000	3.17	51.73
2001	4.49	-20.63
2002	-9.12	-17.52
2003	3.60	10.27
2004	-2.49	-15.40
2005	-8.49	-8.33
2006	13.96	130.43
2007	6.99	96.66
2008	-7.03	-65.39
2009	6.27	79.98
2010	-9.70	-14.31
2011	-5.77	-21.68

当然我们这里提出的“丁蟹效应”和“摩天大楼效应”以及“五月魔咒”只是作为一种活跃思维和开阔眼界的刺激物，也就是说要做好股票，不能简单地盯着股市，还要明白“功夫在股市之外”的道理。

最后，我们对本课背后的主要原理做一个总结。寻找交易机会的时候，始终与大众保持距离，旁观大众的情绪和观点，选择性的反向，将大众看作对手盘，因为相对于主力而言散户则更加容易战胜。区别于别人的思维方式和看待问题的角度是你具有优势的唯一方法。正如约翰·邓普顿的至理名言——如果你想具有超越大众的绩效水平，那么就必须在行为上不同于大众。